



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU

EVALUATION OF COMPANY EFFICIENCY

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. MIROSLAV KORENČIAK

VEDOUĆÍ PRÁCE
SUPERVISOR

Ing. MARIE JAKUBCOVÁ, Ph.D.

BRNO 2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Korenčiak Miroslav, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Hodnotenie výkonnosti podniku

v anglickém jazyce:

Evaluation of Company Efficiency

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Vymezení problému a cíle práce
Teoretická východiska práce
Analýza problému a současné situace
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Seznam odborné literatury:

- BLAHA, Z., JINDŘICHOVSKÁ, I. Jak posoudit finanční zdraví podniku. 3. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-85603-80-3.
- GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 1. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. Finanční analýza – krok za krokem. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- LANDA, M. Jak číst finanční výkazy. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2008. 176 s. ISBN 978-80-251-1994-5.
- RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. 2. aktualizované vyd. Praha : Grada, 2008. 220 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Marie Jakubcová, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2011/2012.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzin, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 24.03.2012

Abstrakt

Diplomová práca sa zaoberá hodnotením výkonnosti podniku prostredníctvom metódy ekonomickej pridanej hodnoty. Pomocou ukazovateľa EVA a čiastkových ukazovateľov získaných jeho dekompozíciou je vykonaná analýza výkonnosti podniku, ktorej výsledky sú následne interpretované. Na ich základe sú navrhnuté opatrenia s cieľom zlepšiť súčasnú situáciu podniku.

Kľúčové slová

Výkonnosť podniku, EVA , NOPAT, WACC, NOA, kapitál, náklady na vlastný kapitál, rentabilita

Abstract

The thesis deals with evaluation of company efficiency by economic value added method. An analysis of company efficiency is carried out through the use of EVA and partial indicators, that were obtained via its decomposition. Consequently, the results of this analysis are interpreted. Based on these results, special arrangements to improve the current situation of the company are suggested.

Key words

Company efficiency, EVA, NOPAT, WACC, NOA, capital, cost of equity, profitability

Bibliografická citácia

KORENČIAK, M. *Hodnotenie výkonnosti podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 111 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Marie Jakubcová, Ph.D..

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že predložená diplomová práca je pôvodná a spracoval som ju samostatne.
Prehlasujem, že citácia použitých prameňov je úplná, že som vo svojej práci neporušil autorské práva (v zmysle Zákona č. 121/2000 Sb., o práve autorskom a o právach súvisiacich s právom autorským).

V Brne, dňa 24. 05. 2012

.....

podpis

Pod'akovanie

Dovoľujem si týmto poďakovať pani Ing. Marii Jakubcovej, Ph.D. za odbornú pomoc, vecné rady a pripomienky pri spracovaní tejto diplomovej práce. Ďalej by som rád poďakoval ABC svk, s.r.o. za poskytnutie potrebných materiálov a ústretový prístup.

Obsah

Úvod.....	13
1 Cieľ práce.....	14
2 Výkonnosť a hodnota podniku.....	15
2.1 Prístupy k hodnote podniku	16
2.2 Metódy hodnotenia výkonnosti.....	16
2.3 Tradičné metódy hodnotenia výkonnosti	17
2.3.1 Nedostatky tradičných metód	17
2.3.2 Finančná analýza.....	18
2.3.3 Tradičné ukazovatele výkonnosti	27
2.4 Moderné metódy hodnotenia výkonnosti.....	30
2.4.1 EVA	31
3 Analýza vybraného podniku	56
3.1 Charakteristika podniku	56
3.2 SWOT analýza podniku	61
3.3 Analýza výkonnosti prostredníctvom EVA entity	62
3.3.1 Vymedzenie NOA.....	62
3.3.2 Vymedzenie NOPAT	67
3.3.3 Výpočet WACC	69
3.3.4 Výpočet EVA entity.....	76
3.3.5 Pyramídová dekompozícia ukazovateľa EVA entity	77
3.4 Analýza výkonnosti prostredníctvom EVA equity	82
3.4.1 Výpočet ROE.....	82
3.4.2 Výpočet sadzby nákladov na vlastný kapitál	83
3.4.3 Výpočet EVA equity	84
3.4.4 Pyramídová dekompozícia ukazovateľa EVA equity	85

3.5	Porovnanie vykonaných analýz.....	89
3.6	Zhodnotenie výkonnosti podniku.....	92
4	Návrhy na zlepšenie výkonnosti podniku.....	95
4.1	Osobné náklady a personálne problémy	95
4.2	Dlhodobý hmotný majetok a pohľadávky.....	99
4.3	Prevádzkové náklady	102
4.4	Dopad opatrení na EVA	103
	Záver	105
	Zoznam skratiek.....	107
	Zoznam použitej literatúry.....	109
	Zoznam príloh.....	111

Zoznam tabuliek

Tab. č. 1: Úprava aktív o krátkodobý finančný majetok	63
Tab. č. 2: Úprava aktív o dlhodobý finančný majetok a vlastné akcie	64
Tab. č. 3: Úprava aktív o nedokončené investície	64
Tab. č. 4: Úprava aktív o ostatné aktíva	64
Tab. č. 5: Úprava aktív o leasing	65
Tab. č. 6: Úprava aktív o oceňovacie rozdiely u obežných aktív	65
Tab. č. 7: Úprava aktív o náklady s dlhodobými predpokladanými účinkami, goodwill, tiché rezervy	66
Tab. č. 8: Úprava aktív o krátkodobé explicitne neúročené záväzky	66
Tab. č. 9: Súhrn úprav a výpočet NOA.....	67
Tab. č. 10: Úprava VH o nákladové úroky	67
Tab. č. 11: Úprava VH o mimoriadne položky.....	68
Tab. č. 12: Úprava VH o zmeny vlastného kapitálu	68
Tab. č. 13: Úprava VH o finančný majetok	68
Tab. č. 14: Úprava VH o dane	69
Tab. č. 15: Súhrn úprav a výpočet NOPAT	69
Tab. č. 16: Sadzba nákladov na cudzí kapitál	70
Tab. č. 17: Bezriziková sadzba	71
Tab. č. 18: Riziko veľkosti podniku	71
Tab. č. 19: Riziko podnikateľské	72
Tab. č. 20: Riziko finančnej stability	73
Tab. č. 21: Riziko finančnej štruktúry	74
Tab. č. 22: Sadzba nákladov na vlastný kapitál (EVA entity)	74
Tab. č. 23: WACC	75
Tab. č. 24: EVA entity	76
Tab. č. 25: ROE	83
Tab. č. 26: Sadzba nákladov na vlastný kapitál (EVA equity)	83
Tab. č. 27: EVA equity	84
Tab. č. 28: Osobné náklady a ich podiel voči tržbám.....	95
Tab. č. 29: Počet zamestnancov a produktivita práce.....	96
Tab. č. 30: Krátkodobé pohľadávky z obchodného styku a ich podiel na aktívach	100

Tab. č. 31: Náklady na rozhodcovské konanie	102
Tab. č. 32: Dopad opatrení na EVA entity	104
Tab. č. 33: Dopad opatrení na EVA equity.....	104

Zoznam grafov

Graf č. 1: Vývoj stavebnej produkcie vykonanej vlastnými zamestnancami [v mil. €]	59
Graf č. 2: Vývoj tržieb podniku [v €]	60
Graf č. 3: Vývoj VH za účtovné obdobie po zdanení [v €]	60
Graf č. 4: Vývoj okamžitej likvidity	63
Graf č. 5: Vývoj sadzby nákladov na cudzí kapitál [v %].....	70
Graf č. 6: Vývoj bežnej likvidity	73
Graf č. 7: Vývoj a štruktúra sadzby nákladov na vlastný kapitál [v %].....	75
Graf č. 8: Vývoj WACC [v %].....	76
Graf č. 9: Vývoj EVA entity [v €]	77
Graf č. 10: Vývoj ROE [v %].....	83
Graf č. 11: Vývoj sadzby nákladov na vlastný kapitál [v %].....	84
Graf č. 12: Vývoj EVA equity [v €]	85
Graf č. 13: Porovnanie vývoja EVA entity a EVA equity [v €]	90
Graf č. 14: Porovnanie vývoja NOPAT a ROE.VK [v €].....	91
Graf č. 15: Porovnanie vývoja WACC.C a re.VK [v €]	92
Graf č. 16: Vývoj podielu osobných nákladov na tržbách [v %]	96
Graf č. 17: Vývoj produktivity práce [v €]	97

Zoznam obrázkov

Obr. č. 1: Systém riadenia podniku pomocou EVA	32
Obr. č. 2: Dekompozícia ukazovateľa EVA entity	36
Obr. č. 3: Dekompozícia ukazovateľa EVA equity	38
Obr. č. 4: Súhrn zmien v súvahe vplyvom vykonaných úprav	44
Obr. č. 5: Súhrn zmien vo výkaze zisku a straty vplyvom vykonaných úprav.....	46
Obr. č. 6: Organizačná štruktúra podniku.....	58

Obr. č. 7: SWOT analýza.....	61
Obr. č. 8: Dekompozícia EVA entity za rok 2007.....	78
Obr. č. 9: Dekompozícia EVA entity za rok 2008.....	79
Obr. č. 10: Dekompozícia EVA entity za rok 2009.....	81
Obr. č. 11: Dekompozícia EVA entity za rok 2010.....	82
Obr. č. 12: Dekompozícia EVA equity za rok 2007.....	86
Obr. č. 13: Dekompozícia EVA equity za rok 2008.....	87
Obr. č. 14: Dekompozícia EVA equity za rok 2009.....	88
Obr. č. 15: Dekompozícia EVA equity za rok 2010.....	89

Úvod

V súčasnej dobe finančnej nestability a rôznych turbulencií na finančných trhoch, kedy vo väčšine odvetví prevláda silné konkurenčné prostredie, je značný tlak na efektívny chod podniku tak, aby bola zaistená jeho maximálna výkonnosť. Pre jej dosiahnutie je nevyhnutné mať neustály prehľad o jej súčasnom stave a vývoji a mať vytvorený systém podporujúci jej maximalizáciu. Preto sa v čoraz väčšej miere využíva tzv. hodnotový manažment, ktorý predstavuje komplexné riadenie vonkajšieho a vnútorného prostredia podniku so zameraním na jeho hodnotu z hľadiska vlastníkov.

S rozvojom riadenia hodnoty dochádzalo k postupnému preferovaniu maximalizácie trhovej hodnoty podniku ako jeho primárneho cieľa. Aby mohol byť tento cieľ naplnený, je potrebná optimalizácia všetkých podnikových aktivít založená na príslušných informáciách. Tie sú získavané pomocou rôznych druhov analýz poskytujúcich obraz o stave podniku v určitom okamihu resp. za určité obdobie. Donedávna patrili medzi preferované tradičné metódy určovania výkonnosti podniku ukazovatele finančnej analýzy, ktoré však nie sú vzhľadom na určité nedostatky dostatočne objektívnym prostriedkom na jej zhodnotenie. Tie boli preto nahradené metódami, ktoré tieto nedostatky čiastočne či úplne odstraňujú. Jednou z nich je aj metóda ekonomickej pridanej hodnoty.

Ide o relatívne novú metódu spájajúcu aktivitu manažmentu s hodnotou podniku, ktorá odstraňuje nedostatky tradičných ukazovateľov pri hodnotení jeho výkonnosti. Okrem toho umožňuje prepojenie podnikových aktivít prostredníctvom jedného ukazovateľa, čím zjednodušuje a sprehladňuje systém riadenia podniku. Vďaka tomu sa stáva čoraz viac využívaným nástrojom pre riadenie hodnoty predovšetkým vo vyspelých trhových ekonomikách.

1 Cieľ práce

Cieľom diplomovej práce je získať prehľad o výkonnosti podniku z hľadiska tvorby hodnoty pre jeho vlastníkov, určiť príčiny zodpovedné za súčasný stav, odhadnúť možný vývoj za predpokladaných podmienok a navrhnúť opatrenia na zlepšenie prípadných kritických oblastí podniku vedúce k zvýšeniu jeho aktuálnej výkonnosti.

2 Výkonnosť a hodnota podniku

Teória riadenia hodnoty (Shareholder value) vznikla v 80. rokoch v akademickom prostredí USA, odkiaľ sa rýchlo preniesla do podnikovej praxe. Najmä v poslednom období bolo možné badať posun ukazovateľov smerom k maximalizácii hodnoty pre vlastníkov a tým k využívaniu hodnotových kritérií pre meranie výkonnosti podniku. Boli teda vyvinuté rôzne produkty pre plánovanie orientované na hodnotu podniku.¹

Hodnotu možno z ekonomického hľadiska brať ako vzťah medzi subjektom a objektom za predpokladu racionálneho chovania. Súčasťou hodnoty podniku je budúci úžitok, ktorý od neho možno očakávať. Tá teda predstavuje očakávané budúce príjmy prevedené na súčasnú hodnotu. Možno tvrdiť, že trhová hodnota predstavuje trhom uznanú použiteľnosť aktív pre podnik. Nutné je však dodať, že objektívna hodnota podniku neexistuje.²

Hodnota sa ako mierka výkonnosti používa, pretože k jej meraniu sú potrebné všetky informácie a odrážajú sa v nej všetky vykonané rozhodnutia. Pri prístupe riadenia so zameraním práve na hodnotu je základným cieľom jej maximalizácia s ohľadom na vlastníkov, čo však pri dlhodobom období nie je možné bez uspokojenia aj ostatných subjektov spojených s podnikom.³ Pre riadenie hodnoty potom platí, že: „*predstavuje systém, stratégie, procesy, analytické techniky, výkonnostné mierky i kultúru celého podniku.*“⁴

Čo sa týka výkonnosti, je všeobecne označovaná ako schopnosť podniku čo najlepšie zhodnotiť prostriedky vložené do neho a do jeho aktivít. Každý subjekt spojený nejakým spôsobom s podnikom na ňu však nahliada inak. Aby teda bolo možné určiť výkonnosť a konkurencieschopnosť podniku, je nevyhnutné definovať nejaké kritérium výkonnosti. Takýmto kritérium je čistá súčasná hodnota, pričom za dostatočnú

¹ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnosť a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 19 – 22.

² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 20. a MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1998. s. 12.

³ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 45. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 15.

⁴ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 15.

výkonnosť sa považuje jej kladná hodnota. Platí pritom, že čím je vyššia, tým je podnik výkonnejší.⁵

2.1 Prístupy k hodnote podniku

V každom podniku je viacero zainteresovaných subjektov, ktoré sú označované ako Stakeholders (potenciálni akcionári – zamestnanci, zákazníci, veritelia, atď.), medzi ktorých patria aj tzv. Shareholders, teda vlastníci (akcionári) podniku.

Oba prístupy (Shareholder value⁶ i Stakeholder value⁷) sú založené na maximalizácii hodnoty, keďže v dlhodobom časovom horizonte je zvyšovanie Stakeholder value založené na maximalizácii Shareholder value. Princíp spočíva v tom, že napriek odlišnému posudzovaniu hodnoty podniku zo strany Stakeholderov, v závislosti na vklade a porovnaní s možnými alternatívami je pre nich nevyhnutný výnos Shareholderov minimálne vo výške alternatívnych nákladov a čím je rozdiel medzi nimi vyšší, tým lepšie pre všetky zainteresované strany. V prípade, že výnos dlhodobo nezodpovedá podstupovanému riziku a alternatívnym nákladom, dochádza zvyčajne k ukončeniu činnosti podniku a tým aj činnosti Stakeholderov.⁸

2.2 Metódy hodnotenia výkonnosti

V súčasnosti panujú v odbornej verejnosti diskusie⁹ o najvhodnejšom spôsobe riadenia a merania výkonnosti podniku. Rozlišujú sa pritom klasické resp. tradičné metódy a tzv. moderné metódy.

Tradičné prístupy k hodnoteniu výkonnosti sú založené predovšetkým na maximalizovaní zisku ako primárnom ciele podniku a využívajú väčší počet rôznych ukazovateľov pre určenie komplexnej výkonnosti. Medzi tradičné ukazovatele patria napríklad ukazovatele rentability.

⁵ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnosť a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 21 – 25. a ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. 2005. s. 7.

⁶ Hodnota pre vlastníkov.

⁷ Hodnota pre zainteresované subjekty.

⁸ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnosť a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 21 – 25.

⁹ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 17.

Moderné prístupy na rozdiel od tradičných zastrešujú všetky prvky a činnosti podniku jedným kritériom, ktorým je maximalizácia pridanej hodnoty pre vlastníkov podniku. Modernými ukazovateľmi sú napr. EVA či CFROI.¹⁰

2.3 Tradičné metódy hodnotenia výkonnosti

Vychádzajú z rozličných tvarov ukazovateľov, ktoré sú založené na hodnotách získaných z finančného účtovníctva. Jedná sa predovšetkým o absolútne a relatívne hodnoty rôznych druhov VH a na ňom postavených súhrnných ukazovateľov.¹¹

2.3.1 Nedostatky tradičných metód

Tieto metódy obsahujú viacero nedostatkov a to najmä v prípade, že sa používajú v rámci výhľadov do budúcnosti. Vyplýva to z minulého pohľadu založeného na štandardnom účtovníctve s historickými cenami a využívaní účtovného zisku, ktorý nevyjadruje disponibilný hotovostný dôchodok a cash flow, ktorý predstavuje jedno z dôležitých kritérií pri hodnotení výkonnosti. Okrem toho, že neberú do úvahy časovú hodnotu peňazí, opomínajú tiež vplyv rizika či inflácie.

Ďalšími nedostatkami týkajúcimi sa účtovného VH sú vplyv účtovnej politiky podniku a to, že obsahuje aj výnosy a náklady nesúvisiace s primárnou činnosťou podniku. U majetku podniku je problémom, že údaje zo súvahy sú tvorené historickými cenami a nezodpovedajú skutočnosti z hľadiska hodnoty podniku a taktiež sú závislé na zvolenom spôsobe odpisovania. Okrem iného tiež neobsahujú napríklad niektoré operatívne aktíva, ktoré nie sú vo vlastníctve podniku, ťažko hodnotiteľné nehmotné aktíva alebo naopak sú ich súčasťou už spomínané aktíva, ktoré podnik nevyužíva na hlavnú činnosť.

Nedostatkom ukazovateľov rentability je, že samotné nepredstavujú mierku výkonnosti podniku a je nevyhnutné ich porovnať s oportunitnými nákladmi, ktoré v nich nie sú zahrnuté. Tiež neodrážajú podstupované riziko podnikania či riziko použitia cudzieho kapitálu, s ktorým súvisí nedostatočná likvidita či platobná neschopnosť. Zvýšenie

¹⁰ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 17.

¹¹ PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2009. s. 222.

zadlženosti sa v ukazovateľoch prejaví iba zvýšením rentability. Vzhľadom na údaje, na základe ktorých sú ukazovatele postavené je tiež prirodzené, že sú vhodné na hodnotenie minulosti, avšak nezohľadňujú budúce prínosy podniku. Ďalší problém predstavuje skutočnosť, že čitateľ zväčša u týchto ukazovateľov predstavuje tokovú veličinu, kým v menovateli sa nachádza stavová, čo znamená, že výsledná hodnota je aktuálna iba v čase získania hodnoty stavovej veličiny.

Podstatným problémom tradičných metód je tiež neschopnosť obísť sa bez dodatočných informácií, ktoré predstavujú ďalšie ukazovatele, ako sú ukazovatele likvidity, zadlženosti, alebo finančnej štruktúry. Je teda potrebné využiť metódy finančnej analýzy pre dosiahnutie požadovaného výsledku.¹²

2.3.2 Finančná analýza

Finančná analýza je dôležitou súčasťou finančného riadenia podniku, keďže zabezpečuje spätnú väzbu medzi predpokladaným výsledkom rozhodnutí a skutočnosťou. Je pomerne úzko spojená s účtovníctvom podniku, ktoré prostredníctvom základných finančných výkazov predstavuje hlavný informačný zdroj pre finančné rozhodovanie. Jeho značným nedostatkom z hľadiska finančného riadenia je zachytávanie minulosti a absencia výhľadov do budúcnosti. Samostatne tiež neposkytuje komplexný obraz o finančnej situácii podniku. Tieto nedostatky umožňuje prekonať práve finančná analýza, ktorá tým, že uvádza jednotlivé údaje do pomeru, pomáha rozširovať ich vypovedaciu schopnosť. Vďaka tomu je následne možné dospieť k určitým záverom o finančnom stave a hospodárení podniku, čo umožňuje prijímanie adekvátnych rozhodnutí.

Úlohou finančnej analýzy je teda vykonanie rozboru finančnej situácie podniku využitím metodických prostriedkov a to zhodnotením jednotlivých zložiek hospodárenia podniku. Reprezentuje nástroj finančného riadenia pre docelenie finančného zdravia podniku.

¹² PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 25. a PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2009. s. 222.

Finančné zdravie predstavuje taký stav, pri ktorom podnik dokáže naplňať zmysel svojej existencie v danom momente ako aj perspektívne. V prostredí súčasnej trhovej ekonomiky si pod tým možno predstaviť dostatočnú rentabilitu vložených prostriedkov v pomere k výške podstupovaného rizika a trvalú platobnú schopnosť podniku.¹³

Zdroje finančnej analýzy

Informačné zdroje slúžiace ako podklad pre finančnú analýzu je možné rozdeliť z viacerých hľadísk. Jedným z nich je rozlišovanie finančných informácií, kvantifikovaných nefinančných informácií a nekvantifikovaných informácií. Ďalším delením je členenie z hľadiska dostupnosti na informácie interné a externé.¹⁴

Interné informácie predstavujú tie, ktoré priamo súvisia s analyzovaným podnikom, avšak verejné sú iba niektoré z nich. Medzi východiskové interné informačné zdroje pre finančný rozbor sa radia výkazy účtovnej závierky, ktorej súčasťou sú okrem iného súvaha, výkaz zisku a straty a cash flow. Súčasťou interných informácií sú tiež podnikové štatistiky, vnútorné smernice apod.

Vzhľadom na to, že **externé informácie** sú informáciami z vonkajšieho prostredia, súvisia nielen s podnikom, ale aj s jeho okolím. Možno pritom rozoznávať externé informácie finančné a nefinančné. Súčasťou finančných sú napríklad rôzne analýzy či informácie z oficiálnych štatistík, kým medzi nefinančné patria okrem iného opatrenia vlády a informácie o kvalite manažmentu.¹⁵

Finančné výkazy a účtovníctvo

Predstavujú údaje, ktoré sú hlavným zdrojom informácií pre finančný rozbor podniku. Analýza týchto údajov umožňuje získanie obrazu a stave podniku z rôznych uhlov pohľadu a je jedným zo zásadných podkladov pre rozhodovanie a riadenie podniku. Finančné účtovníctvo zachytáva všetky fakty, ktoré majú s príslušným účtovným obdobím nejakú spojitosť a možno ho označiť za ucelenú sústavu hodnotových

¹³ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 9 – 10. a VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1997. s. 75.

¹⁴ KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví, Díl I – Jak porozumět účetním výkazům*. 1998. s. 6.

¹⁵ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 17 – 19.

informácií o podniku vo vzťahu k jeho okoliu. Kým podoba vnútropodnikového účtovníctva je v právomoci podniku, postupy jeho vedenia v rámci podniku ako celku sú záväzne stanovené. Sú teda rozlišované dva druhy účtovných výkazov a to finančné účtovné výkazy a vnútropodnikové účtovné výkazy.¹⁶

Finančné účtovné výkazy zachytávajú stav a štruktúru majetku a zdrojov jeho krytia, tvorbu a využitie výsledku hospodárenia a peňažných tokov. Sú zdrojom informácií hlavne pre externých používateľov a predstavujú teda externé výkazy, pričom podnik má záväzok ich zverejňovania minimálne raz za rok. Medzi základné finančné účtovné výkazy patria súvaha, výkaz zisku a straty a cash flow.¹⁷

Súvaha predstavuje výkaz zaznamenávajúci stav majetku podniku a zdrojov, z ktorých je obstaraný, v bilančnej podobe k stanovenému dátumu. Ide teda o prehľad jednotlivých položiek v statickej podobe.¹⁸

Na ľavej strane súvahy je zachytený stav majetku vo forme prehľadu, pričom časť má podobu stálych aktív a časť podobu aktív obežných. Prvé z nich sa prostredníctvom odpisov reprodukujú a postupne je tak prenášaná ich hodnota. Ich súčasťou je dlhodobý hmotný, dlhodobý nehmotný a dlhodobý finančný majetok. Obežné aktíva majú na rozdiel od stálych spotrebitelnosť nižšiu než jeden rok, sú teda viazané krátkodobo a spotrebovávané jednorazovo. Sú tvorené zásobami, dlhodobými a krátkodobými pohľadávkami a finančným majetkom. Majetok je vedený v obstarávacích cenách spolu s oprávkami, opravnými položkami a výslednou hodnotou a je zoradený od najmenej likvidného po najlikvidnejší.

Pravá strana zachytáva zdroje financovania obstaraného majetku, ktoré sa z hľadiska pôvodu delia na vlastné, tvorené základným kapitálom, kapitálovými fondmi, fondmi zo zisku, VH z minulých rokov a VH účtovného obdobia a cudzie, ktorých súčasťou sú rezervy, dlhodobé a krátkodobé záväzky a bankové úvery a výpomoci. Cudzie zdroje

¹⁶ MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 2006. s. 23. a NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 81 – 82.

¹⁷ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 21.

¹⁸ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 21 – 22.

reprezentujú teda záväzky voči iným subjektom. Zdroje tiež možno rozlišovať podľa doby splatnosti na dlhodobé zdroje, ktorých splatnosť presahuje dĺžku jedného roku a krátkodobé zdroje so splatnosťou kratšou než jeden rok. Dlhodobý charakter má okrem vlastného kapitálu aj časť cudzích zdrojov.

Súčasťou majetku a zdrojov financovania sú ešte aj ostatné aktíva a ostatné pasíva, ktoré sú tvorené prechodnými účtami umožňujúcimi časové rozlíšenie položiek a to pomocou dohadných účtov reprezentovaných položkami, u ktorých nie je istá ich výška a kurzových rozdielov zaistujúcich kalkuláciu položiek z cudzej meny.¹⁹

Výkaz zisku a straty predstavuje dokument zachytávajúci reprodukciu majetku a poskytujúci informácie o vzniku výsledku hospodárenia v určitom účtovnom období vrátane výpočtu jeho jednotlivých zložiek. Ide teda o prehľad výnosov, nákladov a výsledku hospodárenia v danom období, pričom usporiadanie je dané zameraním podniku. Základnú štruktúru výkazu tvorí prevádzkový výsledok hospodárenia, výsledok hospodárenia z finančných operácií a mimoriadny výsledok hospodárenia.

Položky VZS sú na rozdiel od položiek súvahy tokové veličiny spojené s určitým časovým intervalom. Jedná sa pritom o časovo rozlíšené položky, ktoré sú zachytávané kumulatívnym spôsobom.²⁰

Cash flow nazývaný tiež výkaz o tvorbe a použití peňažných prostriedkov porovnáva bilančnou formou zdroje tvorby peňažných prostriedkov a ich využitie za isté časové obdobie. Výsledkom všetkých peňažných tokov je celkový peňažný tok, ktorý predstavuje rozdiel medzi počiatočným a koncovým stavom finančného majetku nachádzajúceho sa v súvahe. Z hľadiska štruktúry sú v cash flow rozlišované toky z prevádzkovej, investičnej a finančnej podnikovej činnosti.²¹

¹⁹ MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 2006. s. 24 – 25.

²⁰ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 84 – 85.

²¹ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2002. s. 85. a RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 33 – 34.

Vnútropodnikové účtovné výkazy sú bez záväznej právnej úpravy a obsahujú informácie umožňujúce spresnenie výsledkov finančnej analýzy podniku. Ich častejšia frekvencia vykazovania navyše vedie k minimalizovaniu rizika odchýlky od skutočnosti.

Metódy finančnej analýzy

S rozvojom matematických, štatistických a ekonomických vied došlo k vzniku množstva metód umožňujúcich hodnotenie finančnej situácie podniku. Dôležitý je však ich vhodný výber s prihliadnutím na ich nákladovosť, účelnosť a spoľahlivosť. Podstatná je tiež spätná väzba na stanovený cieľ metódy a to, či mu daná metóda dostatočne zodpovedá. Rovnako významným faktorom ovplyvňujúcim nielen voľbu metód, ale tiež prezentáciu výsledkov je to, pre koho sú určené výsledky.²³

Zvyčajne sú v ekonómii z hľadiska hodnotenia ekonomických procesov rozoznávané dva prístupy a to fundamentálna a technická analýza.

Fundamentálna analýza vychádza zo znalostí vzájomných súvislostí medzi ekonomickými a mimoekonomickými procesmi ako aj zo skúseností odborníkov. Je založená na využívaní množstva informácií, pričom závery vyvodzuje zvyčajne bez aplikovania algoritmizovaných postupov.

Technická analýza na druhej strane využíva matematické, matematicko-štatistické, prípadne iné algoritmizované metódy, ktoré umožňujú kvantitatívne spracovanie dát a následné zhodnotenie získaných výsledkov.

V prípade finančných analýz, ktoré možno zaradiť medzi technické analýzy sú v zásade rozlišované dve skupiny používaných metód, ktorými sú elementárne metódy technickej analýzy a vyššie metódy finančnej analýzy. Elementárne metódy vychádzajú zo snahy popísať zložitejšie skutočnosti jednoduchším spôsobom. Na druhej strane vyššie metódy

²³ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 21 – 40.

finančnej analýzy sú založené na aplikácii komplikovanejších matematických a ekonomických znalostí.²⁴

Pri elementárnych metódach technickej analýzy sú využívané ukazovatele, ktorých predstaviteľmi sú položky účtovných výkazov a údaje z rôznych ďalších zdrojov, prípadne čísla z nich odvodené. V súvislosti s nimi je potrebné rozlišovanie týchto ukazovateľov z časového hľadiska a to stavových a tokových veličín. Prvé sa týkajú vždy určitého časového okamihu, zatiaľ čo tokové sa vzťahujú k časovému intervalu.

Pri elementárnych metódach možno rozlišovať niekoľko skupín ukazovateľov, ktorými sú:

- absolútne ukazovatele;
- rozdielové a tokové ukazovatele;
- pomerové ukazovatele;
- sústavy ukazovateľov.²⁵

Analýza absolútnych ukazovateľov

Predstavuje jeden zo základných druhov rozboru účtovných dát. Horizontálna analýza slúži na porovnanie časových zmien absolútnych ukazovateľov a sledovanie ich vývoja v čase, zatiaľ čo vertikálna analýza umožňuje rozbor vnútornej štruktúry finančných výkazov.²⁶

Analýza rozdielových ukazovateľov

Rozdielové ukazovatele, ktoré bývajú označované tiež ako fondy finančných prostriedkov sa využívajú na analýzu finančnej situácie podniku predovšetkým z hľadiska jeho likvidity. Všeobecne sú dané ako rozdiel súhrnu určitých položiek krátkodobých aktív a súhrnu určitých položiek krátkodobých pasív.

²⁴ KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví, Díl II – Finanční analýza účetních výkazů*. 1995. s. 222 – 235. a RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 41.

²⁵ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 41 – 44.

²⁶ KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza – krok za krokem*. 2005. s. 11. a RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 43.

Medzi najpoužívanejšie patria čistý pracovný kapitál, čisté pohotovité prostriedky a čistý peňažný majetok.²⁷

Analýza pomerových ukazovateľov

Pomerové ukazovatele prostredníctvom podielu dvoch či viacerých položiek výkazov popisujú vzájomný vzťah týchto položiek. Medzi tými však musí existovať istá vzájomná spojitosť, aby mal počítaný ukazovateľ určitý zmysel.²⁸

Pomerové ukazovatele vychádzajú zo základných účtovných výkazov, ktoré predstavujú verejne dostupné informácie, vďaka čomu umožňujú získanie rýchleho a nenákladného obrazu o finančnom stave analyzovaného podniku. Umožňujú tiež medzipodnikové porovnanie ako aj porovnanie rôznych časových období, keďže hrubé údaje redukujú na všeobecnú komparatívnu bázu. Vďaka tomu predstavujú jeden z najčastejšie využívaných analytických postupov.²⁹

Výber jednotlivých ukazovateľov je nevyhnutné vykonať v závislosti na tom, aký je požadovaný cieľ rozboru. Aj pri ich správnej voľbe je však zneužitie analýzy pomocou pomerových ukazovateľov pomerne častým javom, pričom spočíva v preferovaní vybraného ukazovateľa z hľadiska jeho významu.³⁰

²⁷ SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2001. s. 35.

²⁸ MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 2006. s. 32.

²⁹ BLÁHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy* 2006. s. 52. a SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2001. s. 61.

³⁰ BLÁHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy* 2006. s. 52.

U pomerových ukazovateľov možno rozlišovať viacero druhov členení. Jedným z najčastejšie používaných je rozdelenie podľa ich zamerania. Medzi najčastejšie využívané pritom patria:

- ukazovatele likvidity;
- ukazovatele rentability;
- ukazovatele zadlženosti;
- ukazovatele aktivity;
- ukazovatele produktivity;
- ukazovatele trhovej hodnoty;
- ukazovatele cash flow.

Ukazovatele likvidity

Pri pojme likvidita je nevyhnutné jej rozlišovanie v súvislosti s majetkom a v súvislosti s podnikom. V prípade likvidity podniku znamená schopnosť uhradiť svoje platobné záväzky včas. Jej nedostatok však nemusí znamenať len stratu schopnosti hradiť svoje bežné záväzky a tým pádom viesť k strate solventnosti, ale môže tiež zapríčiniť stratu ziskových príležitostí. Likvidita teda plní dôležitú úlohu pri zaistovaní finančnej rovnováhy podniku. Na druhej strane jej príliš vysoká miera spôsobuje zbytočné viazanie finančných prostriedkov v majetku s nízkou rentabilitou. Všeobecný tvar ukazovateľov likvidity je daný pomerom toho, čím možno platiť k tomu, čo je potrebné platiť.

Bežná likvidita udáva pomer obežných aktív a krátkodobých záväzkov, teda určuje, koľkými jednotkami obežných aktív je krytá jednotka krátkodobých záväzkov. S hodnotou ukazovateľa rastie aj pravdepodobnosť zachovania si platobnej schopnosti. Medzi nedostatky ukazovateľa patrí možnosť jeho ovplyvnenia k dátumu zostavenia súvahy, či neprihliadanie na štruktúru aktív z hľadiska likvidnosti a na štruktúru záväzkov z hľadiska doby splatnosti.

$$L3 = \frac{OA}{KZ}$$

L3 – bežná likvidita

OA – obežné aktíva

KZ – krátkodobé závazky

Okamžitá likvidita predstavuje také vymedzenie likvidity, do ktorého vstupujú iba najlikvidnejšie položky súvahy. Ide o pohotovú platobnú prostriedky, ktorými sú finančné prostriedky na bankovom účte a na pokladni. V menovateli sa naopak nachádzajú okamžité splatné závazky, ktoré sú súčasťou nielen krátkodobých závazkov, ale tiež bežných bankových úverov a krátkodobých finančných výpomocí.

$$L1 = \frac{PPP}{OSZ}$$

L1 – okamžitá likvidita

PPP – pohotovú platobnú prostriedky

OSZ – okamžité splatné závazky³¹

Ukazovatele produktivity

Sú využívané pri vnútornom riadení podniku a umožňujú lepšie sledovanie a analýzu aktivity podniku. Základom týchto ukazovateľov sú tokové veličiny a to najmä náklady, ktorých riadenie umožňuje lepšie hospodárenie podniku.

Produktivita práce vyjadruje objem produkcie vytvorenej zamestnancom za stanovenú jednotku času.

$$PP(€) = \frac{T}{Z}$$

PP – produktivita práce

T – tržby

Z – počet zamestnancov³²

³¹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 47 – 50.

³² SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2001. s. 78.

Analýza sústav ukazovateľov

Cieľom sústav ukazovateľov je určenie komplexnej finančno-ekonomickej situácie a výkonnosti podniku pomocou jednočíselnej charakteristiky. Vytvorené boli kvôli narastajúcemu počtu ukazovateľov. Ten síce umožňuje detailnejšiu analýzu stavu podniku, môže však tiež sťažovať orientáciu a viesť ku skreslenému pohľadu na daný stav. Systavy ukazovateľov majú pomerne nízku vypovedaciu schopnosť a využívajú sa väčšinou v podobe orientačného podkladu pre ďalšie hodnotenie.³³

2.3.3 Tradičné ukazovatele výkonnosti

Ako už bolo vyššie spomenuté, medzi tradičné ukazovatele výkonnosti podniku patria napríklad absolútne ukazovatele zisku či ukazovatele rentability.

Ukazovatele zisku

Patria medzi najpoužívanejšie, pričom zisk je možné vyjadriť rôznymi spôsobmi.

Čistý zisk (EAT)

Predstavuje najdôležitejší druh zisku z hľadiska vlastníka, keďže ide o zisk po zdanení, ktorý je určený na rozdelenie. Môže tak mať značný vplyv na vývoj hodnoty podniku.

Zisk pred zdanením (EBT)

Jeho súčasťou je okrem čistého zisku aj daň za bežnú a mimoriadnu činnosť. Je vhodný predovšetkým na medzipodnikové porovnanie v rôznych obdobiach a pri rôznych daňových sadzbách, pretože neberie do úvahy mieru daňového zaťaženia.

Zisk pre úrokmi a zdanením (EBIT)

Využíva sa pri upieraní pozornosti na tržby a náklady, pričom meria iba prevádzkovú výkonnosť bez vplyvu daní či spôsobu financovania.³⁴

Ukazovatele rentability

Rentabilita podniku meria jeho schopnosť vytvárania nových zdrojov a dosahovania zisku pomocou vloženého kapitálu. Všeobecný tvar ukazovateľov rentability je daný

³³ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 70 – 71.

³⁴ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 20 – 23.

pomerom nejakého druhu VH a vloženého kapitálu, prípadne tržieb. Používajú sa na zhodnotenie efektívnosti podnikových aktivít.³⁵

Rentabilita celkového vloženého kapitálu

Prostredníctvom ROA sa vyjadruje celková efektívnosť podniku. Udáva výnosnosť kapitálu bez ohľadu na použité zdroje financovania. Podľa druhu zisku dosadeného do vzorca je možné ukazovateľ využiť na medzipodnikové porovnanie (v prípade EBIT), či ako ukazovateľ nezávislý na charaktere zdrojov financovania (v prípade EAT).

$$ROA = \frac{VH}{A}$$

ROA – rentabilita celkového vloženého kapitálu

VH – výsledok hospodárenia

A – celkové aktíva

Rentabilita vlastného kapitálu

Ide o ukazovateľ, ktorý udáva výnosnosť zdrojov vložených do podniku jeho vlastníckmi. Jeho porovnanie s podstupovaným rizikom im umožňuje zistiť, či je miera reprodukcie investovaného kapitálu dostatočná. Podobne je možné tento ukazovateľ vzťahovať k sadzbe nákladov na vlastný kapitál, čo umožňuje zistiť, či podnik tvorí EVA a v akej miere.

S ROE má úzku súvislosť pákový efekt vyjadrujúci mieru zmeny ROE vplyvom zmeny štruktúry kapitálu. V závislosti na veľkosti úrokovej miery v porovnaní s ROA následne dochádza so zmenou cudzieho kapitálu k primeranej zmene ROE.

³⁵ VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1997. s. 78.

$$ROE = \frac{VH}{VK}$$

ROE – rentabilita vlastného kapitálu

VH – výsledok hospodárenia

VK – vlastný kapitál

Rentabilita tržieb

Ide opäť o ukazovateľ, u ktorého je možné dosadenie konkrétnych položiek v závislosti na potrebách podniku. Umožňuje vyjadriť mieru dosahovania VH pri istej výške tržieb a v prípade dosadenia EAT tiež výšku ziskovej marže. Všeobecne sa jedná o podiel určitého druhu zisku voči tržbám.

$$ROS = \frac{VH}{T}$$

ROS – rentabilita tržieb

VH – výsledok hospodárenia

T – tržby³⁶

³⁶ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 2010. s. 54 – 56.

2.4 Moderné metódy hodnotenia výkonnosti

Vyššie zmienené nedostatky tradičných metód hodnotenia výkonnosti plynú predovšetkým z bariéry medzi trhovým hodnotením výkonnosti a naopak jej určovaním na základe účtovných dát, ktoré nie vždy zodpovedajú celkovému ekonomickému hľadisku na výkonnosť. Na základe kritiky tradičných metód došlo k postupnému presunu k tzv. moderným metódam hodnotenia výkonnosti. Tie by sa mali vyznačovať nasledovným:

- vykazovať čo najužšiu väzbu na shareholder value, ktorá je štatisticky preukázateľná;
- maximalizovať rozsah informácií získaných z účtovníctva a údajov na ňom postavených predovšetkým kvôli zníženiu prácnosti;
- prekonávať nedostatky akými sú absencia vplyvu rizika či rozsah viazaného kapitálu;
- umožňovať okrem hodnotenia výkonnosti podnikov aj ich ocenenie;
- umožňovať identifikáciu väzby ukazovateľa na všetky úrovne riadenia;
- podporovať hodnotový manažment.

Moderné metódy sú teda založené na potrebe merať výkonnosť podniku z hľadiska tvorby hodnoty pre vlastníkov. Pre zavedenie riadenia hodnoty je dôležité určenie mierky výkonnosti a definovanie pravidiel interpretácie výsledkov.³⁷

Je nutné spomenúť tiež dve základné kritériá, ktoré sú spoločné pre moderné ukazovatele hodnotiace výkonnosť a ktorými sa líšia od tradičných. Ide o zahrnutie oportunitných nákladov do výpočtu výkonnosti a zavedenie operatívneho výsledku hospodárenia, ktorý sa líši od tradičných ziskových položiek tým, že udáva VH z primárnej činnosti podniku.³⁸

³⁷ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 43.

³⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 118.

Vzhľadom na vyššie uvedené požiadavky na moderný ukazovateľ, ktoré nie je jednoduché splniť, existuje viacero v súčasnosti rozšírených ukazovateľov resp. metód. Patria medzi ne napríklad EVA, MVA, či CFROI.³⁹

2.4.1 EVA

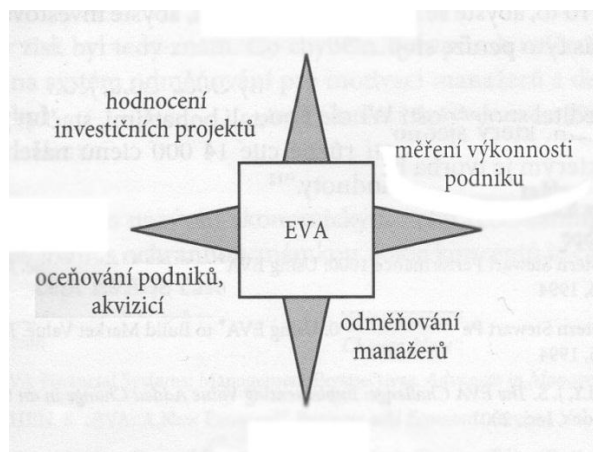
EVA vznikla na prelome 80. a 90. rokov v USA ako koncept nástroja na riadenie a oceňovanie podnikov poradenskej firmy Stern, Stewart & Co. Bola definovaná ako operatívny zisk znížený o náklady na kapitál použité na vytvorenie tohto zisku. Následne došlo k jej rozšíreniu do Európy a k zvýšeniu záujmu o ňu prostredníctvom veľkého množstva článkov, ktoré sa jej týkajú.⁴⁰

Je to metóda, ktorá vďaka tomu, že nahradzuje mnohokrát väčšie množstvo ukazovateľov jedným, predstavuje systém riadenia podniku zaisťujúci zrozumiteľnú komunikáciu naprieč celým podnikom, čo zlepšuje rozhodovaciu schopnosť manažmentu. Súčasťou systému nie len využitie EVA ako mierky výkonnosti podniku, ale tiež na oceňovanie podnikov, ako podklad pre odmeňovanie manažmentu, či hodnotenie investícií. Riadenie na základe EVA teda môže byť ponímané ako riadenie hodnoty a EVA predstavuje komplexný systém hodnotového a ekonomického podnikového riadenia. Výhodou je tiež relatívne ľahká kombinovateľnosť so súčasnými metódami a technikami riadenia akou je napríklad BSC.⁴¹

³⁹ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 43.

⁴⁰ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 9.

⁴¹ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 53 – 54. a PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2009. s. 371.



Obr. č. 1: Systém riadenia podniku pomocou EVA⁴²

Základ pre vznik EVA ako ju poznáme v súčasnosti bol položený rozvojom kapitálových trhov a koncepciou slobodného podnikania, vďaka ktorým vznikol priestor pre riadenie podnikov vychádzajúci zo snahy o maximalizáciu akcionárskej hodnoty či už v podobe dividend alebo ziskov plynúcich zo zhodnotenia akcií. Tá okrem výhod pre akcionárov prináša výhody aj pre podnik v podobe nižších nákladov na zaobstaranie kapitálu na kapitálových trhoch či zníženého rizika prevzatia podniku konkurenciou.

EVA je postavená na rozlišovaní medzi účtovným ziskom a ziskom ekonomickým. Ten je dosahovaný za predpokladu uhradenia ako bežných, tak aj nákladov na kapitál. Ekonomický zisk teda vzniká v prípade, že účtovný zisk prevyšuje náklady na vložený vlastný kapitál za predpokladu, že úroky platené z cudzieho kapitálu zodpovedajú nákladom naň vynaloženým.⁴³

Z hľadiska hodnotenia výkonnosti podniku určuje EVA veľkosť hodnoty, ktorú podnik vyprodukoval svojou činnosťou za určité časové obdobie a zároveň meria, ako túto zmenu hodnoty pre vlastníkov ovplyvnil svojou činnosťou.

⁴² Zdroj: vlastné spracovanie podľa PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 53.

⁴³ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 11.

Medzi najdôležitejšie odlišnosti EVA od tradičných ukazovateľov výkonnosti patria nasledovné:

- má základ v ekonomickom zisku a berie na zreteľ oportunitné náklady;
- súčasťou výpočtu sú iba náklady a výnosy z primárnej činnosti podniku;
- kapitál je taktiež zahrnutý iba ten, ktorý spojený s aktívami využívanými na primárnu činnosť a od investorov očakávajúcich výnos z jeho vloženia;
- je absolútnym ukazovateľom, teda nepotrebuje žiadnu komparatívnu bázu.⁴⁴

Výpočet EVA

Ukazovateľ EVA je daný ako rozdiel medzi čistým ziskom z operatívnej činnosti a nákladmi vynaloženými na kapitál.

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC$$

NOPAT – čistý zisk z operatívnej činnosti

C – kapitál viazaný v aktívach slúžiacich na operatívnu činnosť podniku

WACC – priemerné vážené náklady na kapitál

NOPAT teda predstavuje operatívny výsledok hospodárenia po odčítaní upravených daní, ktoré sa vyznačujú:

- vylúčením vplyvu neoperatívnych výnosov a nákladov,
- výpočtom dane za predpokladu financovania podniku iba vlastným kapitálom,
- vylúčením latentných daní, ktoré sú účtované na úrovni koncernu.⁴⁵

Platí tiež, že ho nie je možné zamieňať s prevádzkovým výsledkom hospodárenia, ako je chápaný podľa českých predpisov, pretože je generovaný v súvislosti s hlavnou činnosťou podniku.⁴⁶

⁴⁴ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 52 – 56.

⁴⁵ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 13 – 17.

⁴⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 120.

Kapitál je hodnotou viazanou v aktívach potrebnou pre dosiahnutie operatívneho zisku, ktorá vychádza zo značne upravených účtovných aktív. Označuje sa tiež ako NOA, teda čisté operatívne aktíva. Jeho vymedzenie závisí na povahe podnikateľskej činnosti podniku.⁴⁷

Medzi NOPAT a NOA musí byť zachovaná spojitosť, takže by mal obsahovať iba výnosy a náklady súvisiace s aktívami, ktoré sú súčasťou NOA.

Poslednou zložkou výpočtu sú WACC, ktoré sú dane nasledovne:

$$WACC = r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} + r_e \cdot \frac{E}{C}$$

r_d – sadzba nákladov na cudzí kapitál

t – sadzba dane z príjmu právnických osôb

D – cudzí kapitál

C – celkový kapitál (súčet cudzieho a vlastného kapitálu)

r_e – sadzba nákladov na vlastný kapitál

E – vlastný kapitál

Celkový investovaný kapitál sa delí na vlastný kapitál a kapitál cudzí, tým pádom aj náklady naň vynaložené (tie budú bližšie charakterizované).⁴⁸

Získanú hodnotu EVA je následne možné interpretovať v závislosti na tom či je kladná, záporná, alebo sa rovná nule. V prvom prípade podnik vytvára novú hodnotu, v opačnom prípade dochádza k jej úbytku a v prípade nuly sa hodnota nemení.

Z vyššie uvedeného vyplýva, že výpočet EVA sa týka výnosov a nákladov z operatívnej činnosti, pričom tá sa od prevádzkovej líši možnosťou zahrnutia aj časti výsledku hospodárenia z finančnej činnosti, ako aj vykazovaním určitých vecných rozdielov. Ako už bolo zmienené, možno ju vymedziť ako tú časť podnikateľskej činnosti, ktorá slúži

⁴⁷ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 17.

⁴⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 120 – 121.

na primárny podnikateľský účel. V prípade väčšieho množstva podnikateľských špecializácií sa predpokladá viac podnikateľských jednotiek, pre ktoré je potrebné operatívnu činnosť posudzovať zvlášť. Neoperatívna činnosť je teda logicky tá, ktorá nie je nevyhnutná na výkon hlavnej podnikateľskej činnosti. Na základe toho, ktorej činnosti slúžia sú tiež rozdeľované aktíva na operatívne a neoperatívne. Toto rozdelenie sa používa namiesto rozdelenia na prevádzkovú a neprevádzkovú činnosť predovšetkým z dôvodu možnej rôznej výšky rizika vzťahujúcej sa k výnosom z prevádzkovej a neprevádzkovej činnosti.

Ako už bolo spomenuté, pri ekonomickom zisku nestačí počítať s kladným výsledkom hospodárenia, ale je potrebné zohľadniť tiež požiadavky akcionárov, teda zisk musí zodpovedať ich očakávaniam vzhľadom na podstupované riziko. Čiže platí, že ROE musí byť minimálne rovná nákladom na vlastný kapitál, ktoré v tomto prípade predstavujú náklady príležitosti na rozdiel od účtovného pohľadu, kedy postačuje jej kladná hodnota. Väčšinou však dochádza k nahradeniu ROE za ROA a v nákladoch na druhej stranu sú zohľadnené aj nároky veriteľov. Tie sú následne vyjadrené ako priemerné vážené náklady na kapitál.

$$\frac{NOPAT}{OA} \geq WACC$$

NOPAT – čistý zisk z operatívnej činnosti

OA – operatívne aktíva

WACC – priemerné vážené náklady na kapitál⁴⁹

V prípade potreby využitia ukazovateľa EVA na medzipodnikovú komparáciu či porovnanie v čase je možná použitia tzv. rozpätia EVA, prípadne jeho vzťahnutie k tržbám.

⁴⁹ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 13 – 16.

$$EVA = \frac{NOPAT}{C} - WACC$$

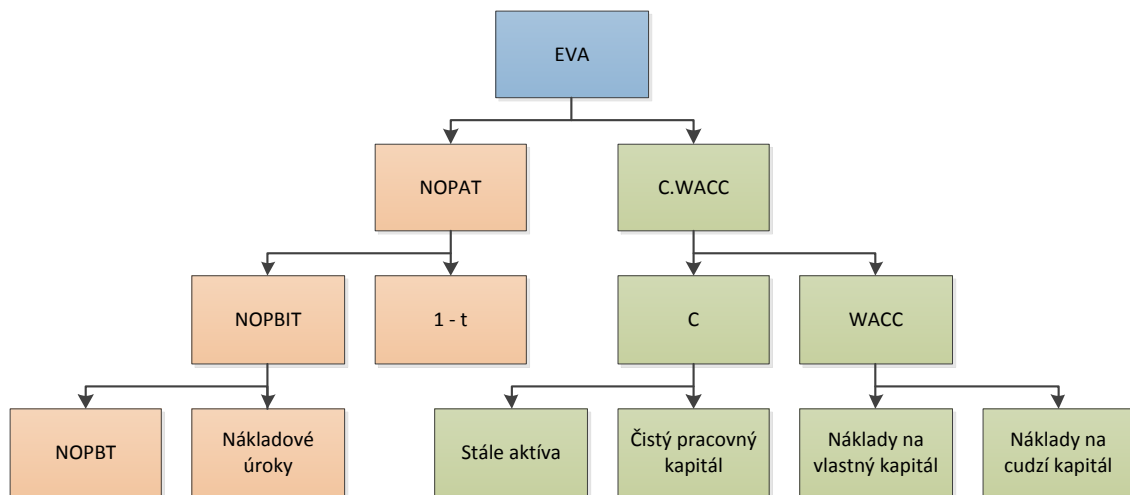
NOPAT – čistý zisk z operatívnej činnosti

C – kapitál viazaný v aktívach slúžiacich na operatívnu činnosť podniku

WACC – priemerné vážené náklady na kapitál

Ak je podiel NOPAT a kapitálu vyšší než náklady na kapitál, dochádza k zvýšeniu vkladov vlastníkov.⁵⁰

Nasledovný obrázok prehľadne znázorňuje dekompozíciu ukazovateľa EVA na jednotlivé položky, ktoré jeho výšku ovplyvňujú.



Obr. č. 2: Dekompozícia ukazovateľa EVA entity⁵¹

Sú z neho tiež viditeľné 3 možnosti rastu EVA, ktorými sú rast NOPAT, zefektívnenie portfólia tak, aby každá aktivita dosahovala vlastníkmí požadovaný výnos a zmena štruktúry kapitálu s cieľom zníženia nákladov na zaobstaraný kapitál.⁵²

Okrem vyššie uvedeného výpočtu ukazovateľa EVA existuje aj výpočet používaný MPO ČR, tzv. EVA equity. Tento spôsob výpočtu sa využíva predovšetkým v prípade,

⁵⁰ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 52 – 53.

⁵¹ Zdroj: vlastné spracovanie podľa STAŇKOVÁ, M. *Možnosti využitií princípů hodnotového managementu k tvorbě systémů odměňování*. 2009. s. 94.

⁵² KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 122.

že nie je k dispozícii dostatočné množstvo informácií pre vykonanie transformácie na ekonomický model. Vychádza z nemodifikovaných účtovných položiek, preto je potrebné výsledky brať s určitou rezervou. Je daný vzťahom:

$$EVA = (ROE - r_e) \cdot VK$$

ROE – rentabilita vlastného kapitálu

r_e – sadzba nákladov na vlastný kapitál

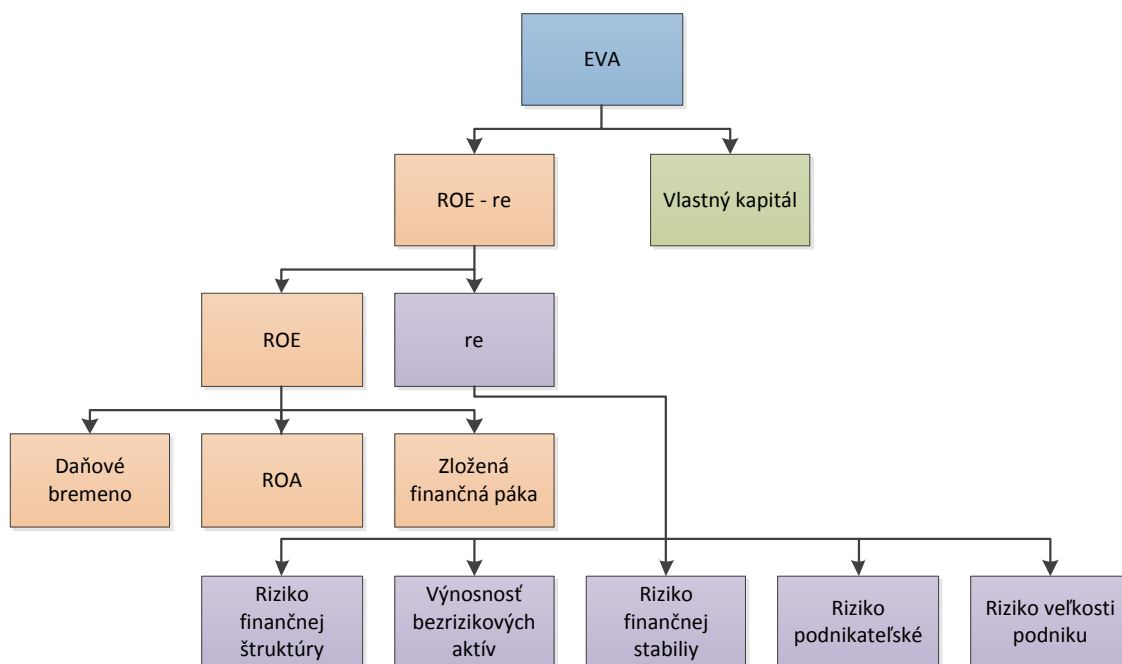
VK – vlastný kapitál⁵³

Sadzba nákladov na vlastný kapitál predstavuje výnosnosť vlastného kapitálu dosiahnuteľnú pri vložení prostriedkov do alternatívnej investičnej príležitosti. Ide o výšku rizika, ktorá je daná ako súčet bezrizikovej úrokovej sadzby a rizikovej prirážky, pričom podrobnejší popis je možné nájsť nižšie v časti, ktorá sa zaoberá stanovením nákladov na vlastný kapitál.⁵⁴

Podobne ako v prípade EVA entity možno vykonať rozklad ukazovateľa na komponenty, čo znázorňuje obrázok nižšie.

⁵³ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 64.

⁵⁴ *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010*. [online]. 2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <download.mpo.cz/get/44436/50838/584404/priloha003.pdf>



Obr. č. 3: Dekompozícia ukazovateľa EVA equity⁵⁵

Transformácia účtovných údajov na ekonomický model

Pre zhodnotenie výkonnosti podniku nie je možné použiť účtovníctvo v jeho pôvodnej forme a je nutné vykonať úpravy vedúce zvýšeniu hodnovernosti z hľadiska ekonomickej reality. Ide už o spomínaný dôraz na potreby akcionárov, konzistenciu použitých dát, ako aj konzistenciu medzi ekonomickým ziskom, operatívnymi aktívami a nákladmi kapitálu. Účtovné podklady totiž nie vždy zodpovedajú potrebám hodnotenia, čo vedie k nutnosti ich úpravy do formy, v ktorej lepšie odrážajú realitu, hoci často na úkor preukázateľnosti. Je teda nevyhnutná konverzia účtovného modelu na ekonomický. Podľa Stern, Stewart a kol. existuje až 164 úprav, ktoré sú ich obchodným tajomstvom. Konverzia, by však mala byť zložená minimálne zo 4 zásadných krokov postačujúcich na verné zobrazenie, ktorými sú:

- konverzia na operatívne aktíva;
- konverzia financovania;
- konverzia daňová;
- konverzia akcionárska.⁵⁶

⁵⁵ Zdroj: vlastné spracovanie podľa *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010*. [online]. 2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <download.mpo.cz/get/44436/50838/584404/priloha003.pdf> a REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management*. Přednáška. Brno: VUT

Konverzia na operatívne aktíva

Problém spočíva v tom, že účtovné predpisy poznajú prevádzkové aktíva v inej podobe než v tomto prípade potrebné operatívne aktíva, použitie ktorých je potrebné na výpočet ekonomického zisku. Je preto nevyhnutné vykonať zmeny, ktoré jednotlivé položky čo najviac priblížia požadovanému výsledku.

Konverzia financovania

V tomto prípade ide o doplnenie účtovne vykazovaných zdrojov financovania o tie ostatné, pre získanie komplexného obrazu financovania podniku. Jedná sa predovšetkým o financovanie pomocou rôznych foriem prenájmu, akou je napríklad leasingové financovanie. Tieto úpravy sa ďalej vykonávajú navýšením NOPAT o úrokovú časť leasingových splátok, úpravou finančných zdrojov o krátkodobé neúročené záväzky a úpravou vykazovaných rezerv.

Konverzia daňová

Jedná sa o úpravu daní. Tá vyplýva najmä z rozdielu medzi NOPAT a účtovným výsledkom hospodárenia.

Konverzia akcionárska

Je nevyhnutná z dôvodu začlenenia rôznych položiek nevykazovaných v účtovníctve do aktív pri výpočte NOA, čo sa zákonite musí prejaviť na strane pasív najmä zvyšovaním vlastného kapitálu. Táto úprava je v súvahe vykazovaná ako ekvivalenty vlastného kapitálu.⁵⁷

Pri transformácii účtovných dát sú teda potrebné 3 druhy úprav. Ide o zaradenie aktív, ktoré sa nenachádzajú v súvahe, ale majú operatívny charakter do jej novej podoby, naopak o vyradenie aktív, ktoré sa v súvahe nachádzajú, ale s primárnou činnosťou podniku nesúvisia a skorigovanie NOPAT vzhľadom na zmeny vykonané v súvahe.

⁵⁶ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 21 – 22. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 57.

⁵⁷ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 22.

Výber samotných úprav je v kompetencii podniku, mali by však byť vybrané tak, aby v čo najväčšej miere zodpovedali potrebám podniku. Medzi faktory, na základe ktorých sú modifikácie dát vybrané patria:

- vplyv úprav na rozhodovacie procesy s dopadom na hodnotu vlastníckych podielov;
- rozsah dostupných dát;
- miera zrozumiteľnosti pre manažment;
- miera akceptovateľnosti zo strany zamestnancov a vlastníkov;
- doba použiteľnosti úprav;
- objektivnosť EVA počítanej z takto transformovaných dát;
- ovplyvniteľnosť dát manažmentom.⁵⁸

Nižšie uvedené úpravy patria medzi tie najčastejšie vykonávané.

Vymedzenie NOA

Východisko pre zisk hodnoty NOA predstavuje súvaha. Kalkulácia môže byť vykonaná buď z prevádzkového hľadiska prostredníctvom aktív, alebo z finančného cez pasíva, pričom je potrebné vždy druhú stranu zodpovedajúco upraviť. V prípade prvého variantu sa skladá z vyčlenenia neoperatívnych aktív, aktivovania položiek, ktoré sa v súvahe nenachádzajú a to v hodnote trhovej, prípadne v hodnote čo možno najbližšej trhovej a úpravy položiek nezodpovedajúcich ich skutočnej (trhovej) hodnote. Následne je potrebné aktíva znížiť o neúročený cudzí kapitál a kapitál, ktorého náklady nemožno určiť.⁵⁹

Vylúčenie Neoperatívnych aktív

V prípade vylučovania neoperatívnych aktív závisia vykonané úpravy do určitej miery od vykonávateľa a od podniku resp. situácie, v ktorej sa nachádza.⁶⁰

⁵⁸ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnosť podniku z pohľadu finančného manažera*. 2009. s. 58.

⁵⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 120. a MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 23.

⁶⁰ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 23.

Položky **finančného majetku** je potrebné posudzovať individuálne. Platí, že krátkodobý finančný majetok, ktorý má povahu strategickkej rezervy, nepredstavuje operatívne aktívum a je potrebné ho vylúčiť. Naopak, peňažné prostriedky do prevádzkovo nutnej výšky sú do bilancie zahrnuté. Túto výšku je možné odhadnúť, prípadne určiť pomocou ukazovateľa okamžitej likvidity.

V prípade **dlhodobého finančného majetku**, resp. finančných investícií záleží na ich charaktere. Ak nie je iba portfóliový, ale existuje aj prepojenie s hlavnou činnosťou podniku, je vhodné ho oceniť v rámci možností podľa jeho trhovej hodnoty. Problém nastáva u strategických investícií v prípade zainteresovanosti manažmentu na výške EVA, keďže väčšinou prinášajú zisk až neskôr, čo môže viesť k vylučovaniu takýchto investícií. Je preto vhodné tieto investície zahrnúť do NOA až v dobe predpokladanej produkcie zisku.⁶¹

Vlastné akcie sú podľa rôznych odporúčaní vyčlenené z vlastného imania a teda aj z NOA.

Vzhľadom na to, že **nedokončené investície** sa nepodieľajú na súčasnom výsledku hospodárenia, aj keď sú väčšinou prevádzkovo potrebné, je vhodné ich do NOA nezahrňovať.

Ostatné aktíva, ktoré nie sú využívané na operatívnu činnosť by mali byť taktiež vylúčené v plnej výške. Ide o aktíva, ktoré znižujú efektívnosť činnosti podniku a je predpoklad, že budú postupne predané. Patria medzi ne napríklad nevyužívané pozemky, budovy a iné neoperatívne aktíva.

Účtovne nevykázané operatívne aktíva

Finančný leasing tvorí často značnú časť investícií súvisiacich s operatívnou činnosťou a to predovšetkým u menších podnikov. Napriek tomu, že nie je vykazovaný v účtovníctve, je potrebné tieto investície v plnej výške zahrnúť do aktív opäť

⁶¹ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 24. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 61.

podľa možností v trhovej hodnote a záväzky samozrejme zohľadniť v pasívach. Keďže ekonomické úžitky i riziká nesie nájomca, rozhodujúci pohľad by mal byť ekonomický. Aktivácia leasingu by teda mala zahŕňať zníženie aktív prostredníctvom odpisov prenájatého majetku a následné vykázanie zostatku v pasívach v podobe záväzku.

V prípade **operatívneho leasingu** je vhodné postupovať rovnako ako v prípade leasingu finančného, keďže z ekonomického hľadiska sa opäť jedná o formu financovania pomocou cudzích zdrojov.

Ďalšou položkou sú **ekvivalenty vlastného kapitálu**, ktoré predstavujú rozdiel vznikajúci v dôsledku ocenenia aktív podniku z hľadiska vlastníka.

Oceňovacie rozdiely u obežných aktív. U obežných aktív sú predmetom záujmu pohľadávky a zásoby, pri ktorých môžu vznikať tiché rezervy, prípadne ich nadhodnotenie. Tie vznikajú v prípade pohľadávok tvorením opravných položiek na základe jednotných daňových predpisov. U zásob k tomu dochádza následkom použitia metódy LIFO a v dôsledku uplatňovania zásady podceňovania zásob oproti zaobstarávanej cene. Tieto rozdiely sú potom súčasťou práve vyššie spomenutých ekvivalentov vlastného kapitálu.

Oceňovacie rozdiely u dlhodobého majetku. V prípade dlhodobého majetku vznikajú rozdiely medzi historickými cenami a skutočnými v dôsledku dvoch faktorov, ktorými sú rast cien a technologický pokrok, ktoré sa neberú do úvahy. Tieto nedostatky je možné napraviť pomocou rôznych cenových indexov trhových cien, či ocenení pre účely poistenia.⁶²

Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami. Tie vznikajú v prípade, že náklady bežného obdobia majú podobne ako investície dlhodobější účinok. Jedná sa hlavne o nehmotné aktíva, ktoré v účtovníctve nie sú vykazované. Problémy sa vyskytujú predovšetkým u aktív, ktoré sú vytvorené činnosťou podniku. Ide napríklad o náklady na školenia, reštrukturalizáciu podniku, marketing, či na vstupy

⁶² MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 24 – 35.

na nové trhy. Riešenie predstavuje aktivovanie nákladov a ich pripočítanie k nehmotnému investičnému majetku na jednej strane a zvýšenie ekvivalentov vlastného kapitálu na strane druhej. Čo sa týka NOPAT, z výsledku hospodárenia sa vyčlenia náklady v pôvodnej výške a započítajú sa odpisy pre príslušný rok.⁶³

Goodwill predstavuje kladný rozdiel medzi cenou zaplatenou za 100 % podiel základného imania a rozdielom medzi reálnou hodnotou aktív a záväzkov. Označuje sa ním súhrn nehmotných aktív, ktoré nie je možné identifikovať samostatne a viažu sa k podniku ako celku, resp. k jeho celkovému potenciálu. Keďže hodnota goodwillu by mala byť s podnikom spätá neustále a nemala by sa znižovať, odporúča sa vykazovať ho v brutto hodnote. To znamená, že v prípade, že sa podnik nenachádza v situácii, kedy je pravdepodobné, že by sa hodnota goodwillu zmenila, započítava sa do NOA v hodnote bez oprávok.

U **tichých rezerv** je v prípade ich úmyselného vytvorenia napríklad pomocou odpisov a opravných položiek alebo rezerv potrebné vyrovnanie v podobe ekvivalentov vlastného kapitálu.

Krátkodobé explicitne neúročené záväzky sú tvorené predovšetkým dodávateľskými úvermi, ktoré nie sú explicitne úročené. Sú charakteristické väzbou na pohyb peňažných prostriedkov v rámci jedného roku. Za predpokladu, že finančné náklady s nimi spojené sa zahŕňajú do cien, je operatívny výsledok hospodárenia o ne znížený. Nápravu možno vykonať zvýšením NOPAT o implicitné úroky, alebo znížením NOA o neúročené záväzky.⁶⁴

⁶³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 288. a MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 35 – 36.

⁶⁴ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 36 – 39.

Zmeny aktív vplyvom vykonaných úprav
Goodwill (brutto)
Nehmotný investičný majetok (vplyvom aktivovaných nákladov)
Investičný majetok z precenenia
Prenajatý majetok (leasing)
Kumulované mimoriadne straty
Tiché rezervy
Neoperatívny investičný majetok
Kumulované mimoriadne zisky
Neoperatívne obežné aktíva
Neúročené krátkodobé záväzky
Zmeny pasív vplyvom vykonaných úprav
Goodwill (brutto)
Aktivované náklady
Tiché rezervy
Kumulované mimoriadne straty
Záväzky z leasingu
Kumulované mimoriadne zisky
Neoperatívne aktíva
Krátkodobé neúročené záväzky
Úprava VH o náklady viažuce sa k leasingu
Nákladové rezervy nemajúce charakter skutočných záväzkov

Zvýšenie aktív/pasív

Zníženie aktív/pasív

Obr. č. 4: Súhrn zmien v súvahe vplyvom vykonaných úprav⁶⁵

Určenie NOPAT

Pri určovaní NOPAT je nevyhnutné dosiahnutie rovnováhy medzi ním a NOA, teda výnosy a náklady zodpovedajúce aktívam zahrnutým do NOA sa musia odraziť v NOPAT a naopak. Východiskom pre NOPAT môže byť ako VH z bežnej činnosti, tak aj prevádzkový VH. V prípade, že je za základ zvolený prvý z nich, je potrebných viacero nasledujúcich úprav.⁶⁶

⁶⁵ Zdroj: vlastné spracovanie podľa MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 39 – 40.

⁶⁶ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 40.

Je potrebné vylúčiť **úrokové náklady (platené úroky)** vrátane nákladov obsiahnutých v leasingových platbách, teda zvýšiť o ne VH, aby neboli do výpočtu EVA zahrnuté dvakrát. Ich výšku je možné určiť buď priamo, v prípade, že leasing simuluje úver, alebo odhadom.⁶⁷

Vďaka výberu VH z bežnej činnosti ako východiskového je časť **mimoriadnych položiek** vylúčená. Je však potrebné ich doplniť o tie, ktoré sa svojou výškou opakovať nebudú. Patria sem náklady na reštrukturalizáciu, predaj dlhodobého majetku, mimoriadne odpisy majetku, či výnosy plynúce zo zrušenia nevyužitých rezerv.

Zmeny vlastného kapitálu sú spôsobené predovšetkým úpravou NOA. Do tejto skupiny patria náklady na výskum a vývoj, ktoré je potrebné nahradiť odpismi aktivovaných investičných nákladov. Odpisy je potrebné modifikovať v závislosti na goodwill. Za predpokladu jeho trvalej hodnoty je potrebné prípadné opravné položky, či odpisy s ním súvisiace vylúčiť. Taktiež je nutné zaznamenať zmenu opravných položiek na zásoby a pohľadávky a vylúčiť existujúce tiché rezervy.

U položiek **dlhodobého a krátkodobého finančného majetku** je žiaduce preveriť ich operatívny charakter, teda aký majú vplyv na primárnu činnosť podniku a neoperatívne aktíva z výsledku hospodárenia vylúčiť.

Vynechať tiež nie je možné **úpravu daní**. Jedná sa o výpočet teoretickej výšky dane v prípade operatívneho výsledku hospodárenia. Je viacero možností jej výpočtu, pričom najjednoduchším je súčin výsledku hospodárenia a daňovej sadzby. Takéto plošné poňatie je však nepresné v dôsledku možnej existencie množstva daňovo uznateľných položiek ako na strane výnosov, tak na strane nákladov. Ďalšou možnosťou je získanie podielu splatnej dane a účtovného výsledku hospodárenia, ktorým je následne vynásobený NOPAT. Najzložitejším, avšak najpresnejším variantom je zmena splatnej

⁶⁷ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 40 – 41. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 62.

dane o daňovo uznateľné položky, ktoré predstavujú rozdiel medzi účtovným výsledkom hospodárenia a NOPAT.⁶⁸

Zmena NOPAT vplyvom vykonaných úprav
Nákladové úroky (platené a leasingové úroky)
Náklady na neoperatívny majetok
Odpisy Goodwillu
Náklady majúce investičný charakter
Leasingová platba
Mimoriadne straty
Výnosy z neoperatívneho majetku
Odpisy nehmotného majetku vytvoreného aktiváciou týchto nákladov
Odpisy majetku prenajatého na leasing
Mimoriadne zisky
Eliminácia zmeny nákladových rezerv
Úprava daní na úroveň NOPAT

Zvýšenie NOPAT

Zníženie NOPAT

Obr. č. 5: Súhrn zmien vo výkaze zisku a straty vplyvom vykonaných úprav⁶⁹

Stanovenie nákladov kapitálu

Náklady na kapitál predstavujú poslednú zložku nevyhnutnú pre výpočet EVA. Ide o zdanené náklady v ich aktuálnej veľkosti. Ich sledovanie je dôležité, pretože vyjadrujú efektívnosť kapitálovej štruktúry podniku. Je potrebné určiť ich sadzbu, ktorá má pri výpočte dve funkcie. Určuje minimálnu rentabilitu kapitálu a predstavuje základňu pre diskontovanie budúcich EVA. Ich kalkulácia je založená na výpočte priemeru nákladov na vlastný aj cudzí kapitál. Je rozlišovaných viacero variantov určovania kapitálových nákladov, pričom najpoužívanější variant predstavuje EVA entity, ktorého sa bude týkať aj nasledujúce vymedzenie WACC.⁷⁰

⁶⁸ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 41 – 42.

⁶⁹ Zdroj: vlastné spracovanie podľa MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 42 – 43.

⁷⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 2010. s. 384. a MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 43.

Určenie WACC znamená určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu, nákladov na cudzí a vlastný kapitál a napokon výpočet WACC, pričom môžu byť vykonané ďalšie potrebné úpravy.⁷¹

Pri určovaní WACC je teda potrebné najprv stanoviť podiel jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom. Najvhodnejším spôsobom sa javí výpočet z trhových hodnôt, avšak trhovú hodnotu vlastného kapitálu možno získať oceňovacím spôsobom a dochádza tak cirkulačnému problému. Je teda možnosť využiť niektorú z alternatív, ktoré tento problém čiastočne riešia (orientačné odhady, iteratívne postupy), alebo vybrať niektorú z jednoduchších možností, ako je napríklad určenie váh na základe štruktúry kapitálu vo výkazoch podniku.⁷²

Náklady na cudzí kapitál

Stanovenie nákladov na cudzí kapitál je jednoduchšie, pretože nákladom je úrok kapitálu (príp. disážio), ktorý podnik nesie, znížený o daňový štít, pričom jeho výška je väčšinou zmluvne dohodnutá. Náklady sa potom počítajú ako priemer z efektívnych úrokových sadzieb. K nim je potrebné započítať aj jednorazové náklady vynaložené na prevzatie úveru. V prípade, že je však úrok premenlivý, je potrebné poznať ratingové hodnotenie podniku alebo prognózu makroekonomických veličín. Ak podnik pôsobí vo viacerých krajinách, je tiež potrebné rozhodnúť, či budú náklady použité pre výpočet u každej jednotky stanovené individuálne, alebo budú jednotné.⁷³

Náklady na vlastný kapitál

Na rozdiel od cudzieho kapitálu, u vlastného neexistujú pevné platby a náklady je potrebné odvodiť z očakávaného výnosu vlastníkov, ktorý predstavuje náklad finančný. Súčasťou vlastných nákladov sú tiež náklady oportunitné. Do finančných nákladov možno zahrnúť napr. dividendy, náklady na zvyšovanie kapitálu, alebo v určitých prípadoch aj náklady plynúce z likvidácie podniku. Náklady oportunitné možno rozdeliť

⁷¹ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 44.

⁷² MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 207 – 208. a MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 44.

⁷³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 212. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 63 – 64.

na 2 časti a to na časť zodpovedajúcu výške podstupovaného rizika a na časť zodpovedajúcu požadovanej odmene za odklad spotreby. Riziko možno ďalej rozdeliť na obchodné a finančné.

Obchodné je tvorené napr. výkyvmi v dopyte, vývojom konkurencie, či prevádzkovou pákou, ktorej základom je nemožnosť nákladov kopírovať výkyvy obratu vzhľadom na to, že časť tvoria fixné náklady. Počíta sa ako podiel NOPAT a NOA, teda pomocou rozptylu rentability.

Finančné riziko je dané finančnou pákou, čiže najdôležitejší faktor predstavuje miera zadlženia. Platí, že ak je ROA väčšia než miera nákladov na cudzí kapitál, tak s rastúcim zadlžením rastie ROE. Keďže však s rastúcim zadlžením rastie úmerne aj riziko investora, čo spôsobuje rast nákladov vlastného kapitálu, hodnota podniku sa nemení.⁷⁴

Ako už bolo spomenuté, stanovenie nákladov na vlastný kapitál je pomerne zložité. Najväčší problém predstavuje určenie rizikovej prirážky, ktorá musí mať v prípade výpočtu na základe trhových hodnôt základ v príslušných dátach. V súčasnosti existuje viacero spôsobov určovania nákladov na vlastný kapitál, pričom najviac sa uplatňuje CAPM.⁷⁵

⁷⁴ MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota*. 2001. s. 46.

⁷⁵ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 215.

Predpokladom pre použitie CAPM je dlhodobý fungujúci vysoko rozvinutý a likvidný kapitálový trh, čo však nie je podmienkou vylučujúcou jeho využitie aj v prípade, že tomu tak nie je. Jeho základom je existencia špecifického rizika viažuceho sa k CP a systematického rizika spojeného s kapitálovým trhom ako celkom, ktorej odrazom je priamka cenných papierov. Tá udáva závislosť očakávanej výnosnosti cenného papiera na bezrizikovej výnosnosti a priemernej prémii za riziko na kapitálovom trhu. Platí teda:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

r_e – sadzba nákladov na vlastný kapitál (očakávaná výnosnosť CP)

r_f – bezriziková sadzba

β – systematické trhové riziko (koeficient citlivosti CP na trhové zmeny)

r_m – očakávaná výnosnosť kapitálového trhu

$(r_f - r_m)$ – riziková prémie za zodpovedajúce systematické riziko

Očakávaná výnosnosť CP následne predstavuje sadzbu nákladov na kapitál.⁷⁶

Vzhľadom na to, že CAPM je určený pre podmienky rozvinutého a likvidného kapitálového trhu, jeho použitie v nezodpovedajúcich podmienkach nie je síce vylúčené, minimálne však nepredstavuje ideálnu voľbu. Riešením je využitie modelu manžielov Neumaierových, ktorý je založený na stavebnicovom modeli. Ten je daný súčtom bezrizikovej úrokovej miery a prirážok za jednotlivé druhy rizík. Tento model umožňuje okrem časového aj medzipodnikové porovnanie a je využívaný aj MPO ČR, pričom výpočet sadzby nákladov na vlastný kapitál je uvedený nižšie.

⁷⁶ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 216 – 217. a PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2009. s. 137 – 138.

$$r_e = r_f + r_{FinStab} + r_{Pod} + r_{LA} (+r_{FinStru})$$

r_e – sadzba nákladov na vlastný kapitál (alternatívny náklad vlastného kapitálu)

r_f – bezriziková sadzba

$r_{FinStab}$ – riziko finančnej stability

r_{Pod} – riziko podnikateľské

r_{LA} – riziko veľkosti podniku resp. likvidnosti akcií

$r_{FinStru}$ – riziko finančnej štruktúry

Bezriziková sadzba predstavuje výnosnosť desaťročných štátnych dlhopisov.

Riziková prirážka za finančnú stabilitu (riziko finančnej stability) je daná prostredníctvom výpočtu bežnej likvidity a charakterizuje vzťahy medzi životnosťou aktív a pasív. Je potrebné stanoviť hraničné hodnoty pre likviditu XL1 a XL2, ktoré sú dané nielen odvetvím, v ktorom podnik pôsobí, ale aj ďalšími skutočnosťami, akými sú finančná sila podniku či veľkosť jeho aktív. Potom platí:

$$L3 \leq XL1 \Rightarrow r_{FinStab} = 10\%$$

$$L3 \geq XL2 \Rightarrow r_{FinStab} = 0\%$$

$$XL1 < BL < XL2 \Rightarrow r_{FinStab} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1$$

L3 – bežná likvidita

XL1 – dolná hranica likvidity

XL2 – horná hranica likvidity

$r_{FinStab}$ – riziko finančnej stability

Riziková prirážka za veľkosť podniku (riziko veľkosti podniku) je viazaná na veľkosť jeho úplatných zdrojov a je daná nasledovne:

$$UZ \leq 100\,000\,000 \text{ Kč} \Rightarrow r_{LA} = 5\%$$

$$UZ \geq 3\,000\,000\,000 \text{ Kč} \Rightarrow r_{LA} = 0\%$$

$$100\,000\,000 \text{ Kč} < UZ < 3\,000\,000\,000 \text{ Kč} \Rightarrow r_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2}; \text{ UZ sú dosadené v mld. Kč}$$

UZ – úplatné zdroje

r_{LA} – riziko veľkosti podniku

Riziková prirážka za podnikateľské riziko podniku (riziko podnikateľské) súvisí s ukazovateľom produkčnej sily (EBIT/aktíva), pričom platí:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{UZ}{A} \cdot UM \Rightarrow r_{Pod} = \text{minimálna hodnota } r_{Pod} \text{ v odvetví}$$

$$\frac{EBIT}{A} \leq 0 \Rightarrow r_{Pod} = 10\%$$

$$0 < \frac{EBIT}{A} < \frac{UZ}{A} \cdot UM \Rightarrow r_{Pod} = \frac{\left(\frac{UZ}{A} \cdot UM - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{\left(\frac{UZ}{A} \cdot UM\right)^2} \cdot 0,1$$

EBIT – výsledok hospodárenia pred úrokmi a zdanením

A – aktíva

UZ – úplatné zdroje

UM – úroková miera

r_{Pod} – riziko podnikateľské

Riziková prirážka za finančnú štruktúru (riziko finančnej štruktúry). V prípade, že podnik nemá cudzí úročený kapitál, je možné na WACC nahliadať ako na súčet rizikových prirážok bez prirážky za finančnú štruktúru, ktorá je nulová. Následne je možné prostredníctvom úprav získať hodnotu r_e , ktorá je daná nasledovne:

$$r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}$$

WACC – priemerné vážené náklady na kapitál

UZ – úplatné zdroje

A – aktíva

CZ – výsledok hospodárenia po zdanení

Z – výsledok hospodárenia pred zdanením

UM – úroková miera

VK – vlastný kapitál

Riziková prirážka za finančnú štruktúru je následne daná ako rozdiel r_e a WACC, pričom v prípade, že r_e je menšie alebo rovné WACC, je rovná nule.

Po získaní potrebných komponentov je teda možné prostredníctvom vyššie uvedeného vzorca vypočítať WACC.⁷⁷

Prínosy a nedostatky EVA

Ako už bolo spomenuté, EVA predstavuje modernú metódu hodnotenia výkonnosti podniku, ktorá je založená na rozlišovaní medzi účtovným a ekonomickým ziskom a na koncepte maximalizácie hodnoty podniku z hľadiska jeho vlastníkov a ako taká prináša mnoho výhod nielen oproti tradičným ukazovateľom výkonnosti.

Predstavuje ukazovateľ blízky NPV a spĺňa pravidlo, podľa ktorého by mali byť prijaté iba projekty s kladnou NPV. Tým sa odlišuje od tradičných ukazovateľov, ktoré z tohto

⁷⁷ *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010*. [online]. 2011 [cit. 2012-04-22]. Dostupné z: <download.mpo.cz/get/44436/50838/584404/priloha003.pdf>

hľadiska nedostatočne odrážajú kvalitu projektov. Ďalším benefitom EVA je zahrnutie nákladov (predovšetkým vlastného) kapitálu do výpočtu, čo významne prispieva k zohľadneniu podstupovaného rizika.

Z hľadiska rozhodovania manažmentu je nielenže ovplyvnená všetkými rozhodnutiami, čo zvyšuje jej prínos z hľadiska možností analýzy, ale ich vplyv na ňu tiež umožňuje konkrétne priradenie zodpovednosti a javí sa tak ako dobrý nástroj motivácie a odmeňovania manažmentu. Umožňuje tiež prepojenie všetkých aktivít a procesov podniku prostredníctvom jediného kritéria.

Vzhľadom na vymedzenie operatívnej činnosti pri výpočte EVA tiež očisťuje primárnu podnikateľskú činnosť podniku o vplyv mimoriadnych aktivít či udalostí. Umožňuje teda jej efektívne hodnotenie z rôznych hľadísk, ako je napr. miera naplnenia stanovených cieľov. Zdá sa byť tiež relatívne jednoduchou a ľahko pochopiteľnou mierkou výkonnosti podniku v porovnaní s mnohými inými ukazovateľmi.

Popri všetkých spomenutých prínosoch, ktorú súvisia s použitím EVA ako ukazovateľom výkonnosti podniku je tiež nutné spomenúť nedostatky, ktoré so sebou prináša.

Tým primárnym je základ v účtovníctve a teda nevyhnutnosť úpravy údajov, ktoré sú k dispozícii na také, prostredníctvom ktorých je možný výpočet čo najvierohodnejšej hodnoty. Tá pritom zahŕňa veľké množstvo jednotlivých modifikácií, z ktorých sa však zväčša využíva iba niekoľko najdôležitejších. Značný problém, ktorý môže hodnotu výrazne skresliť predstavuje tiež výpočet nákladov na vlastný kapitál, ktorého výška sa môže v závislosti na použitej metóde a dátach pohybovať v pomerne širokom intervale. Taktiež sa v tomto ukazovateli neodráža inflácia, čo znižuje jeho vypovedaciu hodnotu.

Z hľadiska posudzovania hodnoty resp. použitia rôznych variantov EVA vznikajú problémy orientácie na jej krátkodobé hodnoty. Môže to byť v dôsledku uprednostnenia ročných zmien EVA ako hlavnej miery pred súčasnými hodnotami budúcich EVA.

Tiež je potrebné spomenúť, že ukazovateľ sám o sebe nezahŕňa očakávané prínosy budúcich období a nie je možné ho v takejto forme použiť na hodnotenie strategického vývoja podniku.

Možnosti aplikácie EVA

Ako už bolo spomenuté, využitie metódy EVA nie je obmedzené iba na meranie výkonnosti podniku, ale ponúka omnoho širšie možnosti. Tie umožňujú použiť EVA ako komplexný systém riadenia so zameraním na hodnotu. Medzi oblasti, v ktorých ju možno použiť patria okrem hodnotenia výkonnosti podniku motivácia a odmeňovanie zamestnancov, hodnotenie investičných projektov, ktoré umožňuje zjednotenie investičných kalkulácií a tiež ich začlenenie do celkového riadenia hodnoty pomocou EVA⁷⁸, či oceňovanie podnikov príp. akvizícií, u ktorého sa EVA využíva najmä pre jej schopnosť pokryť najdôležitejšie faktory tvorby hodnoty podniku.⁷⁹

Motivácia a odmeňovanie zamestnancov

Keďže je pre podnik výhodné, aby boli ciele a zámery vlastníkov a zamestnancov zladené, je z hľadiska vlastníkov žiaduce, aby predovšetkým manažment bol nejakým spôsobom zainteresovaný na zvyšovaní hodnoty podniku. Práve na tomto princípe funguje systém odmeňovania na základe EVA, čiže odmeny manažmentu sa odvíjajú od veľkosti hodnoty vyprodukovanej podnikom. Rast hodnoty je tým pádom výhodný pre obe strany.⁸⁰

Na rozdiel od tradičných metód systém EVA podporuje hľadanie nových výhodných investícií, pretože v opačnom prípade sa odráža na odmenách manažmentu. To núti manažment investovať výlučne do investícií s potenciálom produkovať požadovanú výnosnosť. Tiež nestanovuje žiadne výškové limity bonusov, teda zamestnanci sú motivovaní v každom okamihu.⁸¹

⁷⁸ Hodnotenie investičných projektov je možné si naštudovať napríklad v zdroji: PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009.

⁷⁹ Oceňovanie podniku je možné si naštudovať napríklad v zdrojoch: MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007.; PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009.

⁸⁰ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 76 – 85.

⁸¹ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 294. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 79.

Tento koncept taktiež zaisťuje jasné pravidlá odmeňovania a napomáha tomu, aby platy neboli zvyšované rýchlejšie ako produktivita, pretože práve na nej sú odmeny závislé a teda ich hodnota sa mení so zmenou produktivity.

Súčasťou odmeňovania pomocou EVA je bonusová banka, v ktorej je vždy zadržaná časť odmien a ich výška v nej sa odvíja od nasledujúcich hodnôt EVA. Predstavuje teda nástroj vlastníkov, ktorý núti manažment pracovať s cieľom dlhodobého vytvárania hodnoty a odrádza ich od prílišného preferovania krátkodobých cieľov a umožňuje zároveň systém záporného odmeňovania.⁸²

Systém EVA má každý podnik zväčša nastavený individuálne v závislosti hlavne na podnikových cieľoch, ale tiež súčasnom stave a aktivitách. Najčastejšie je viazaný na celkovú výšku EVA a na jej prírastok. Môže byť tiež doplnený o rôzne iné parametre, pričom každý sa podieľa na odmenách určitou mierou a to aj v závislosti na jednotlivých oddeleniach podniku či rôznych iných faktoroch, pričom rozhodujúca je schopnosť jednotlivých zamestnancov ovplyvňovať daný parameter.⁸³

Na druhej strane je nutné tiež spomenúť, že EVA nie je vhodným konceptom pre všetky podniky a to predovšetkým v odvetviach s cyklickými výkyvmi, prípadne v rozvíjajúcich sa štátoch, či u začínajúcich podnikov.⁸⁴

⁸² PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 79 – 82.

⁸³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. s. 293 – 294. a PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 82 – 83.

⁸⁴ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2009. s. 82.

3 Analýza vybraného podniku

Analýza vybraného podniku je vykonaná prostredníctvom už spomínanej metódy EVA. Je založená na výpočte tohto ukazovateľa (a jeho dekompozícii), pomocou ktorého vyčísluje tvorbu hodnoty podniku pre vlastníkov. Na základe získaných výsledkov je následne zhodnotený stav podniku zo skúmaného hľadiska za obdobie 2007 – 2010.⁸⁵

3.1 Charakteristika podniku

ABC svk, s.r.o. je stavebnou spoločnosťou so sídlom v Bratislave, ktorej podnikateľská pôsobnosť je vymedzená domácim trhom. Jej činnosť je v súčasnosti zameraná predovšetkým na občiansku a bytovú výstavbu, do jej portfólia však možno zaradiť tiež demolačné a recyklačné práce a vodohospodárske stavby. Ide o podnik so 100 % zahraničnou účasťou, pričom vlastníkom je francúzska stavebno-koncesná skupina. Ide o relatívne mladý podnik, ktorému sa v predkrízovom období darilo radiť sa medzi stavebné podniky s vysokou produktivitou práce. Organizačne je podnik v súčasnosti rozdelený na 5 divízií, ktorými sú divízia demolačných prác, divízia pozemných stavieb, divízia vodohospodárskych stavieb, divízia Recyklačný závod a divízia Východné Slovensko.

Pod divíziu demolačných prác v súčasnosti spadajú objemovo menej významné zákazky týkajúce sa tejto oblasti.

Divízia pozemných stavieb realizuje stavebné zákazky rekonštrukčného charakteru, ktoré však v súčasnom krízovom období ubúdajú.

Divízia vodohospodárskych stavieb realizuje stavby týkajúce sa čističiek odpadových vôd.

Recyklačný závod má na starosti uskladňovanie a recykláciu stavebného odpadu a jeho následný predaj, ako aj drvenie, triedenie a predaj riečneho štrku.

⁸⁵ Jednotlivé číselné hodnoty vychádzajú z hodnôt vypočítaných pomocou MS Excel, čo môže spôsobovať drobné odlišnosti oproti ručnému spôsobu výpočtu.

Divízia Východné Slovensko vykonáva podobne ako divízia pozemných stavieb hlavne rekonštrukcie, pričom sa majoritne jedná o základné školy.

Činnosť spoločnosti je organizačne zabezpečená v Bratislave a v Košiciach.

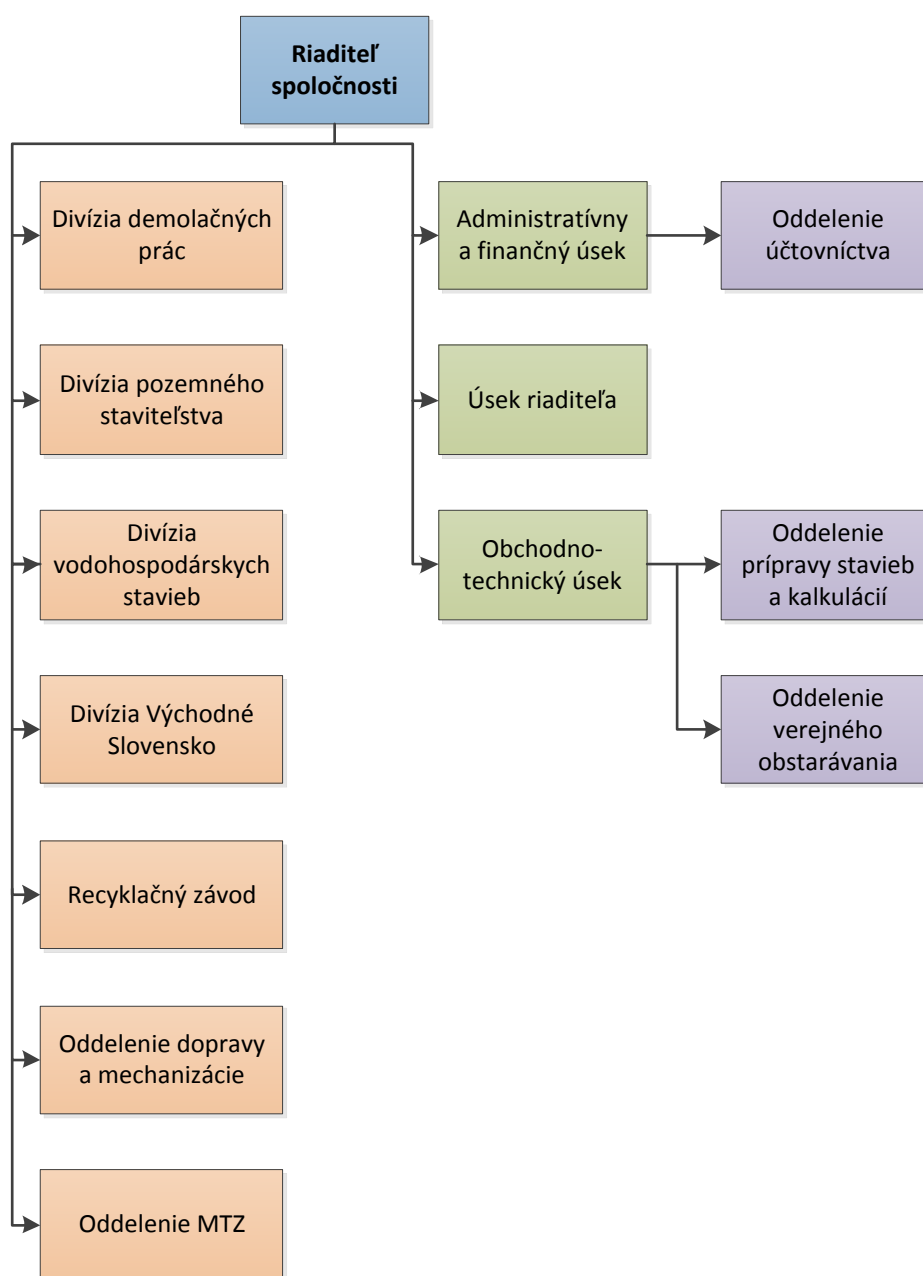
História podniku

Spoločnosť ABC vznikla v roku 1998 ako XYZ, s.r.o. Spočiatku sa podnik zameriaval na demolačné práce. Postupný technický, personálny a kvalifikačný rozvoj však podnietil rozšírenie činností napríklad o bansko-stavebné či skalné práce, predovšetkým však ekoprogram, ktorý zahŕňa už spomínanú recykláciu (drvenie a triedenie) stavebného odpadu, ktorý vzniká pri demolačných prácach.

V roku 2007 sa podnik stal predmetom akvizície zo strany českej spoločnosti KLM, patriacej v tej dobe medzi najväčšie české stavebné podniky. O pol roka neskôr sa majoritným vlastníkom českej matky stala zmienená francúzska skupina ABC, pričom v roku 2010 došlo k zmene názvu u dcérskych podnikov podľa materskej spoločnosti a v roku 2011 prešla slovenská spoločnosť priamo pod ABC.

Vstupom investora do podniku v roku 2007 došlo k postupnému presunu ťažiska od demolačných prác k stavebnej činnosti, ktorá sa týkala najmä občianskych a bytových stavieb a vodohospodárskych stavieb. Kým v predkrízovom období a krátko po nástupe krízy sa podniku darilo získavať zákazky na stavbu väčších projektov, v súčasnosti sa orientuje hlavne na rekonštrukcie a recyklačnú činnosť.

Organizačná štruktúra



Obr. č. 6: Organizačná štruktúra podniku⁸⁶

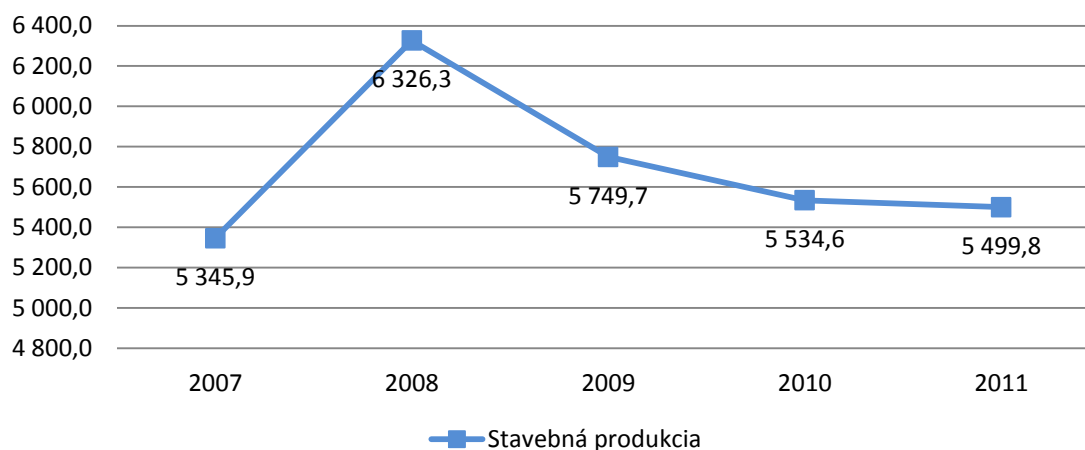
Súčasná situácia a postavenie podniku v odvetví⁸⁷

Stavebné odvetvie momentálne prekonáva veľkú krízu, ktorá vznikla ako následok súčasnej celosvetovej hospodárskej krízy. Od roku 2009, kedy zasiahla stavebníctvo,

⁸⁶ Zdroj: vlastné spracovanie podľa materiálov podniku ABC svk

⁸⁷ Všetky položky výkazov z roku 2007 sú prevedené na eurá pomocou konverzného kurzu, ktorý je daný nasledovne: 1 EUR = 30,126 SKK.

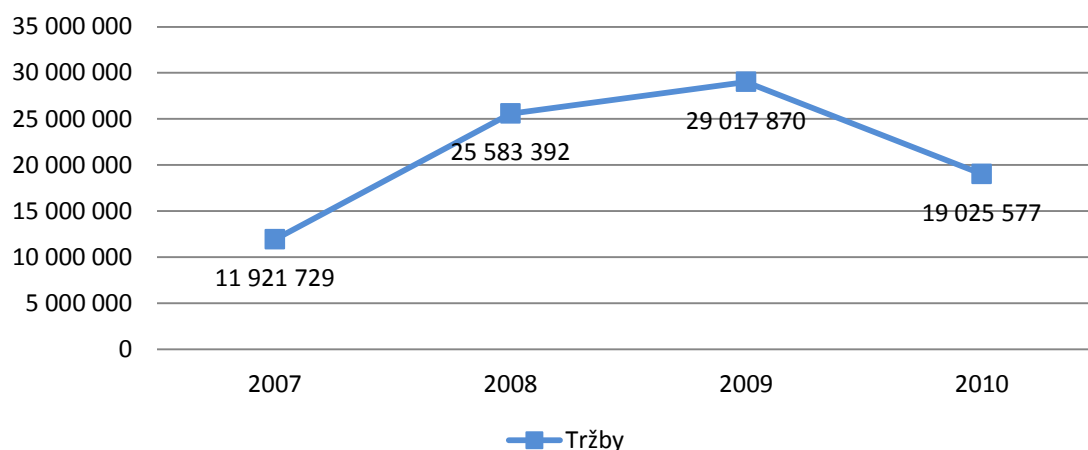
došlo k výraznému poklesu produkcie v tomto odvetví, pričom trend má neustále klesajúcu tendenciu. Podobne je na tom odvetvie aj z hľadiska počtu zamestnancov a tržieb, u ktorých však dosiahlo dno v roku 2010 a v nasledujúcom roku došlo k ich miernemu zvýšeniu.



Graf č. 1: Vývoj stavebnej produkcie vykonanej vlastnými zamestnancami
[v mil. €]⁸⁸

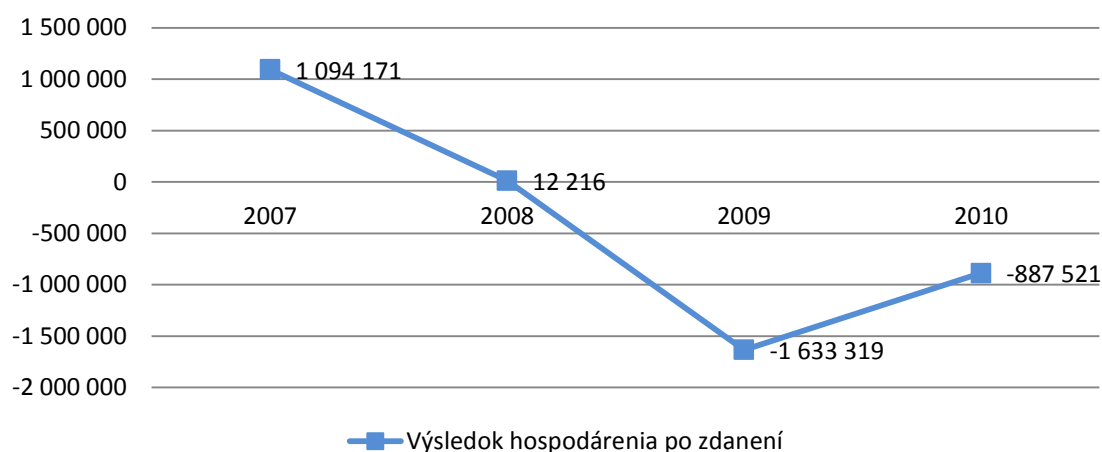
Situácia podniku je v súčasnosti podobná tej v odvetví. Výnimkou bol rok 2009, kedy sa napriek klesajúcemu trendu v stavebníctve podniku darilo rásť z hľadiska tržieb ako aj zamestnanosti, čo bolo dané predovšetkým zákazkami získanými v predchádzajúcom období. V roku 2010 už možno badať pokles tržieb spôsobený všeobecným útlmom v odvetví, v dôsledku ktorého nedošlo k adekvátnemu nahradeniu predchádzajúcich zákaziek. V súčasnosti nepatrí ABC svk na stavebnom trhu medzi významné podniky, čomu zodpovedá aj nízky trhoví podiel. Je to dané predovšetkým tým, že sa jedná o pomerne mladý podnik, u ktorého navyše došlo k preorientovaniu sa na stavebnú činnosť ako primárnu až vstupom zahraničného investora v roku 2007.

⁸⁸ Zdroj: vlastné spracovanie podľa *Stavebná produkcia vykonaná vlastnými zamestnancami*. [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. [podmienka registrácie]. Dostupné z: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/casovy_Rad.procDlg>



Graf č. 2: Vývoj tržieb podniku [v €]⁸⁹

Napriek tomu, že tržby mali počas rokov 2007 – 2009 rastúcu tendenciu, podobný trend mali aj náklady, pričom ich rast bol strmší, čo sa negatívne prejavilo na výsledku hospodárenia. Ten mal v tomto období klesajúcu tendenciu a od krízového roku 2009 sa podnik ocitol v strate. Po prispôbení sa novým podmienkam sa podniku podarilo v roku 2010 stratu znížiť a pre rok 2011 podnik počítal s ďalšou racionalizáciou, s cieľom zlepšiť jeho hospodárenie.



Graf č. 3: Vývoj VH za účtovné obdobie po zdanení [v €]⁹⁰

⁸⁹ Zdroj: vlastné spracovanie.

⁹⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.

3.2 SWOT analýza podniku

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">➤ silný zahraničný investor➤ zastrešenie značkou investora➤ finančné krytie➤ image podniku➤ certifikáty ISO➤ outsourcing služieb	<ul style="list-style-type: none">➤ technologické vybavenie➤ úbytok kvalifikovanej pracovnej sily➤ vyššie náklady pre zachovanie kvality➤ nedostatočné povedomie o podniku➤ útlm časti aktivít➤ prezentácia podniku

Príležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none">➤ rozvoj a diverzifikácia portfólia služieb➤ využitie eurofondov➤ budovanie lojality zákazníkov a zamestnancov➤ nové distribučné kanály➤ rozvoj marketingových aktivít	<ul style="list-style-type: none">➤ expanzia konkurencie➤ ekonomický vývoj➤ zmeny v legislatíve➤ nestálosť trhu➤ personálne problémy➤ nízka lojalita zákazníkov➤ zvyšovanie vyjednávacieho vplyvu odberateľov

Obr. č. 7: SWOT analýza⁹¹

Silné stránky

Za silnými stránkami podniku stojí predovšetkým vstup spomínanej francúzskej spoločnosti, ktorá podnik komplexne zastrešuje, čím poskytuje podniku istotu pri jeho rozvoji a zvyšuje jeho renomé na trhu. Medzi ďalšie silné stránky patrí napríklad vlastníctvo viacerých certifikátov ISO dokladujúcich zavedenie systému manažérstva podľa stanovených noriem.

Slabé stránky

Slabé stránky podniku sú predovšetkým dôsledkom kombinácie jeho veľkosti a krátkej histórie na stavebnom trhu a súčasnej hospodárskej krízy, ktorá trh významným

⁹¹ Zdroj: vlastné spracovanie.

spôsobom zasiahla. Postupnou zmenou primárnych aktivít podniku tiež došlo k útlmu ich časti, čo zmenšilo možnosti diverzifikácie v súčasnom krízovom období.

Príležitosti

Vzhľadom na to, že ide o pomerne mladý podnik, ktorý je však podporovaný renomovanou zahraničnou spoločnosťou, existuje značný priestor pre zlepšenie súčasnej situácie. Medzi príležitosti patrí napríklad rozvoj a diverzifikácia portfólia služieb, čo by mohlo viesť k zvýšeniu konkurencieschopnosti. Na preklopenie krízy je tiež vhodné budovanie lojality ako zákazníkov, tak aj zamestnancov podniku.

Hrozby

Väčšina súčasných hrozieb predstavujúcich pre ABC svk nebezpečenstvo vyplýva zo súčasného stavu v stavebníctve, ktoré je silne poznačené krízou. Hrozby sú o to významnejšie, že podnik sa pred krízovým obdobím ešte nestihol dostatočne etablovať na trhu. Navyše došlo v poslednom období k zintenzívneniu konkurenčného boja, čo spoločne s upadajúcim trhom sťažuje podniku ich elimináciu či aspoň obmedzenie.

3.3 Analýza výkonnosti prostredníctvom EVA entity

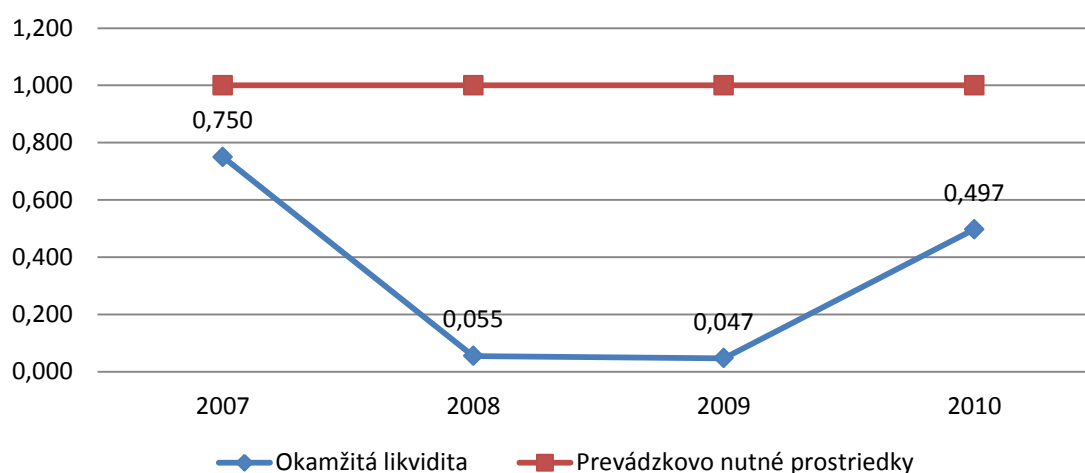
Táto kapitola sa už venuje samotnej analýze výkonnosti podniku, ktorá začína úpravou finančných výkazov, ktoré slúžia ako primárny podklad pre jej vykonanie a na číselné vyjadrenie týchto zmien v podobe výpočtu NOA a NOPAT. Následne dochádza k výpočtu WACC ako posledného komponentu potrebného pre určenie EVA. Výpočet tohto ukazovateľa je sprevádzaný jeho rozkladom umožňujúcim detailnejší rozbor a stanovenie príčin zodpovedných za daný stav podniku.

3.3.1 Vymedzenie NOA

Ako už bolo uvedené vyššie, výpočet NOA je založený na úprave položiek súvahy. Ide o vyčlenenie neoperatívnych aktív a naopak o aktiváciu tých operatívnych aktív, ktoré nie sú účtovne vykazované.

Krátkodobý finančný majetok

V rámci analyzovaného obdobia vykazoval podnik krátkodobý finančný majetok iba v podobe peňazí v pokladni a na bankových účtoch. Na určenie hranice oddeľujúcej prevádzkovo nutné prostriedky od tých, ktoré slúžia ako strategická rezerva, bola použitá okamžitá likvidita.



Graf č. 4: Vývoj okamžitej likvidity⁹²

Na grafe okamžitej likvidity možno vidieť, že hodnoty získané v jednotlivých rokoch sa nepribližujú ani k vyznačenej hranici 1, čo znamená, že suma krátkodobých finančných prostriedkov sa nerovná ani hodnote okamžite splatných záväzkov a teda nemožno žiadnu ich časť označiť ako strategickú rezervu. Krátkodobý finančný majetok bol teda v plnej výške zahrnutý do NOA.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Krátkodobý finančný majetok	0	0	0	0

Tab. č. 1: Úprava aktív o krátkodobý finančný majetok⁹³

Dlhodobý finančný majetok a vlastné akcie

Podnik v spomínanom období nedisponuje žiadnym dlhodobým finančným majetkom ani vlastnými akciami. Tieto položky teda nemajú vplyv na NOA.

⁹² Zdroj: vlastné spracovanie.

⁹³ Zdroj: vlastné spracovanie.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0
Vlastné akcie	0	0	0	0

Tab. č. 2: Úprava aktív o dlhodobý finančný majetok a vlastné akcie⁹⁴

Nedokončené investície

Nedokončené investície boli vykazované v rokoch 2007 a 2009, pričom sa jednalo o menšie investície podniku. Tie sa v súvahe prejavili v hodnote 2 158 eur a 1 837 eur a z NOA boli následne v tejto výške vyčlenené. V ostatných rokoch nemala táto položka dopad na NOA.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Nedokončené investície	2 158	0	1 837	0

Tab. č. 3: Úprava aktív o nedokončené investície⁹⁵

Ostatné aktíva

Počas sledovaného obdobia sa nevyskytli aktíva, ktorých hodnota by významným spôsobom ovplyvnila výslednú hodnotu EVA a zároveň by ich činnosť nesúvisela s operatívnymi aktivitami podniku, prípadne by neboli vôbec využívané.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Ostatné aktíva	0	0	0	0

Tab. č. 4: Úprava aktív o ostatné aktíva⁹⁶

Leasing

V roku 2004 bola uvedená do platnosti časť zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení zákona č. 562/2003 Z. z. a opatrenia Ministerstva financií SR, ktorého cieľom bolo priblíženie slovenských účtovných štandardov medzinárodným. Kým do uvedenia tohto zákona do platnosti sa majetok u nájomcu účtoval iba na podsúvahových účtoch a náklady, ktoré súviseli so zaobstaraním predmetu leasingu sa časovo rozlišovali,

⁹⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

⁹⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.

⁹⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

po jeho uvedení začalo platiť, že nájomca eviduje predmet leasingu v aktívach, ktorý následne aj odpisuje a leasingovú prirážku zahŕňa do nákladov.⁹⁷

Podnik evidoval počas rokov 2007 – 2010 viac než 30 leasingových zmlúv, ktoré sa týkali predovšetkým vozidiel, či už osobných, alebo úžitkových. Vzhľadom na to, že všetok majetok zaobstaraný prostredníctvom leasingu je vzhľadom na vyššie uvedený zákon v súčasnosti vykazovaný v súvahe, dopad na NOA je po celé sledované obdobie nulový.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Leasing	0	0	0	0

Tab. č. 5: Úprava aktív o leasing⁹⁸

Oceňovacie rozdiely u obežných aktív

V analyzovaných rokoch neboli zaznamenané žiadne oceňovacie rozdiely u pohľadávok, ktoré by mohli mať dopad na NOA. Vzhľadom na to, že zásoby sú oceňované metódou váženého aritmetického priemeru, ich účtovná hodnota by nemala byť oproti reálnej zásadným spôsobom skreslená a tiež teda neprodukujú oceňovacie rozdiely s vplyvom na NOA.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Oceňovacie rozdiely u obežných aktív	0	0	0	0

Tab. č. 6: Úprava aktív o oceňovacie rozdiely u obežných aktív⁹⁹

Oceňovacie rozdiely u dlhodobého majetku

Vzhľadom na nedostatok informácií, ktoré by zohľadňovali zmeny v cene dlhodobého majetku vplyvom rastu cien a technologického pokroku, neboli tieto zmeny zohľadnené v NOA.

⁹⁷ *Majetok na finančný leasing* [online]. [cit. 2012-04-26]. [podmienka registrácie]. Dostupné z: <<http://www.poradca.sk/SubPages/OtvorDokument/Clanok.aspx?idclanok=35599>>

⁹⁸ Zdroj: vlastné spracovanie.

⁹⁹ Zdroj: vlastné spracovanie.

Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami, goodwill, tiché rezervy

Podnik v analyzovanom období nevykazuje žiadne náklady s dlhodobými účinkami, rovnako ako žiadnu hodnotu goodwillu, preto tieto položky nijakým spôsobom neovplyvnili NOA. Podobne je to aj s tichými rezervami, keďže u podniku neboli žiadne rezervy, odpisy, alebo opravné položky zaradené do tejto kategórie.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Náklady s dlhodob. predpokl. účinkami	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0
Tiché rezervy	0	0	0	0

Tab. č. 7: Úprava aktív o náklady s dlhodobými predpokladanými účinkami, goodwill, tiché rezervy¹⁰⁰

Krátkodobé explicitne neúročené záväzky

Posledným potrebným krokom pri určení NOA je úprava o explicitne neúročené záväzky a to z dôvodu, aby o náklady s nimi spojené nebol NOPAT znížený. Vzhľadom na náročnosť zvýšenia NOPAT o implicitné úroky bolo uprednostnené zníženie NOA o tieto záväzky. Majoritný podiel na tejto položke majú po celé sledované obdobie záväzky z obchodného styku, či už krátkodobé, alebo dlhodobé, u ktorých sú náklady na ne zahrnuté do nákupných cien. Súčasťou sú okrem neúročených krátkodobých a dlhodobých záväzkov tiež položky časového rozlíšenia pasívneho.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Krátkodobé explicitne neúročené záväzky	2 863 905	5 881 543	7 323 265	8 649 908

Tab. č. 8: Úprava aktív o krátkodobé explicitne neúročené záväzky¹⁰¹

Súhrn vykonaných úprav

Nasledujúca tabuľka sumarizuje všetky vykonané úpravy a vyčísluje celkovú hodnotu NOA. Vyplýva z nej, že na úprave aktív sa za celé obdobie takmer výlučne podieľajú explicitne neúročené záväzky, kým v prípade nedokončených investícií ide iba

¹⁰⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁰¹ Zdroj: vlastné spracovanie.

o minimálny dopad. Celková zmena má práve vplyvom spomínaných záväzkov rastúci trend, čo sa spolu s poklesom aktív podpísalo pod výrazný pokles NOA v poslednom sledovanom roku oproti roku predchádzajúcemu, kedy dosahovali ďaleko najvyššiu hodnotu v sledovanom období. Vo všetkých analyzovaných rokoch pritom došlo k podstatnému zníženiu aktív, čo na výslednú hodnotu EVA vplýva pozitívne.

Zmena aktív v €	2007	2008	2009	2010
Aktíva celkom	6 467 769	10 177 701	15 034 865	12 767 539
Nedokončené investície (-)	2 158	0	1 837	0
Krátkodob. explicit. neúroč. záv. (-)	2 863 905	5 881 543	7 323 265	8 649 908
<i>Celková zmena</i>	<i>-2 866 063</i>	<i>-5 881 543</i>	<i>-7 325 102</i>	<i>-8 649 908</i>
NOA	3 601 706	4 296 158	7 709 763	4 117 631

Tab. č. 9: Súhrn úprav a výpočet NOA¹⁰²

3.3.2 Vymedzenie NOPAT

Určenie NOPAT je založené na dosiahnutí súladu s NOA, pričom východiskový VH predstavuje VH z bežnej činnosti.

Nákladové úroky

Nákladové úroky sú tvorené úrokmi cudzieho kapitálu a to vrátane leasingových. Tie sú súčasťou nákladových úrokov priamo vo VZS, čo je upravené vyššie spomínaným zákonom o účtovníctve a neboli teda potrebné žiadne dodatočné úpravy položky nákladových úrokov týkajúce sa špeciálne leasingu. Nákladové úroky sú preto vo svojej výške pripočítané k VH. Vidno pritom, že dochádzalo k ich postupnému rastu najmä v súvislosti so zmenou výšky úročeného kapitálu.

Zmena VH v €	2007	2008	2009	2010
Nákladové úroky	20 248	58 569	115 981	135 010

Tab. č. 10: Úprava VH o nákladové úroky¹⁰³

¹⁰² Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁰³ Zdroj: vlastné spracovanie.

Mimoriadne položky

Mimoriadne položky sú v prípade podniku tvorené výlučne predajom dlhodobého majetku a materiálu. Keďže ide o tržby súvisiace s nepravidelnou aktivitou, je potrebné ich z NOPAT vylúčiť podobne ako ich zostatkovú hodnotu. Najvyššiu hodnotu dosahovala táto položka v roku 2008 s výškou takmer 80 000 eur.

Zmena VH v €	2007	2008	2009	2010
Mimoriadne položky	13 311	79 562	48 533	19 500

Tab. č. 11: Úprava VH o mimoriadne položky¹⁰⁴

Zmeny vlastného kapitálu

V sledovanom období neboli zaznamenané žiadne zmeny vlastného kapitálu, ktoré by sa následne premietli do NOPAT.

Zmena VH v €	2007	2008	2009	2010
Zmeny vlastného kapitálu	0	0	0	0

Tab. č. 12: Úprava VH o zmeny vlastného kapitálu¹⁰⁵

Dlhodobý a krátkodobý finančný majetok a zmeny vlastného kapitálu

Keďže podnik v sledovanom období nedisponuje žiadnym dlhodobým finančným majetkom a krátkodobý bol v plnej výške klasifikovaný ako operatívny, nie je potrebné akékoľvek výnosy či náklady s nimi súvisiace vylúčiť.

Zmena VH v €	2007	2008	2009	2010
Finančný majetok	0	0	0	0

Tab. č. 13: Úprava VH o finančný majetok¹⁰⁶

Dane

Pre výpočet výšky daní, o ktoré je potrebné VH upraviť, bol zvolený najjednoduchší variant a to súčin súčasnej daňovej sadzby a NOPBIT, ktorý pre účely tejto práce postačuje napriek tomu, že ide o relatívne nepresnú metódu úpravy VH o dane.

¹⁰⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁰⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁰⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Daňová sadzba	19,00	19,00	19,00	19,00

Tab. č. 14: Úprava VH o dane¹⁰⁷

Súhrn vykonaných úprav

Nasledujúca tabuľka sumarizuje všetky vykonané úpravy a vyčísluje celkovú hodnotu NOPAT. Vzhľadom na záporný NOPBIT v rokoch 2009 a 2010 nedošlo v tomto období k jeho zdaneniu. V prvých dvoch analyzovaných rokoch bol ešte NOPAT kladný, kým v posledných dvoch bola jeho hodnota v červených číslach, pričom do roku 2009 jeho hodnota značným tempom klesala. V roku 2010 sa podarilo tento trend zvrátiť a dostať sa na oveľa prijateľnejšiu úroveň. Z vykonaných výpočtov možno badať, že najvýznamnejší vplyv má už samotný VH z bežnej činnosti a ostatné položky výslednú hodnotu zásadnejšie neovplyvňujú. Napriek tomu však celková zmena začala od roku 2008, kedy bola záporná, pomerne prudko rásť až na úroveň 115 510 eur v poslednom roku, teda na necelý dvojnásobok hodnoty z roku predchádzajúceho.

Zmena VH v €	2007	2008	2009	2010
VH z bežnej činnosti pred zdanením	1 335 192	38 345	-1 991 006	-549 298
Nákladové úroky (+)	20 248	58 569	115 981	135 010
Mimoriadne položky (-)	13 311	79 562	48 533	19 500
<i>Celková zmena</i>	<i>6 937</i>	<i>-20 993</i>	<i>67 448</i>	<i>115 510</i>
NOPBIT	1 342 129	17 352	-1 923 558	-433 788
Daň z príjmov z operatívnej činnosti	255 005	3 297	0	0
NOPAT	1 087 124	14 055	-1 923 558	-433 788

Tab. č. 15: Súhrn úprav a výpočet NOPAT¹⁰⁸

3.3.3 Výpočet WACC

WACC predstavujú posledný komponent nevyhnutný pre kalkuláciu EVA. Ich výpočet je založený na určení sadzieb nákladov na cudzí a vlastný kapitál.

¹⁰⁷ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁰⁸ Zdroj: vlastné spracovanie.

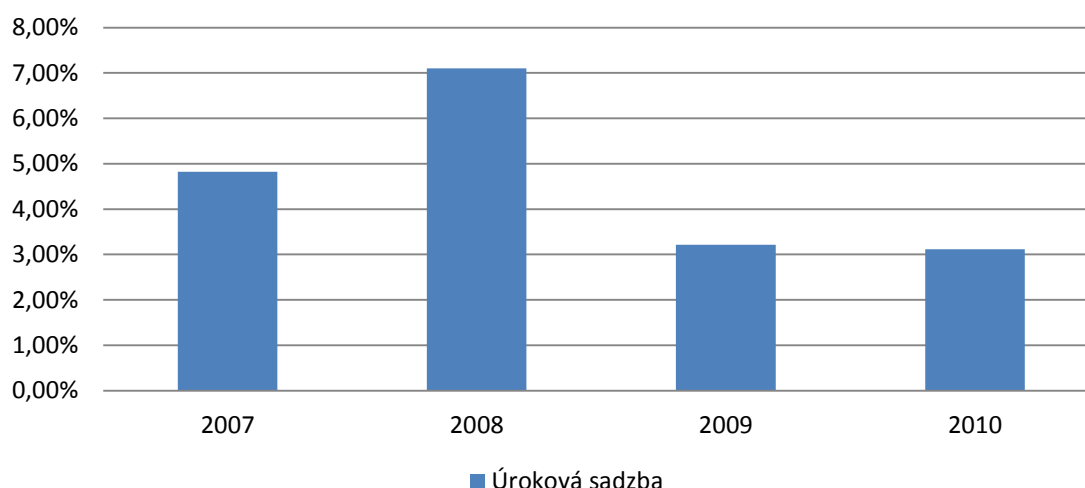
Náklady na cudzí kapitál

Sú tvorené úrokovými nákladmi. Tie predstavujú cenu za získanie cudzieho kapitálu, ktorú musí podnik uhradiť veriteľom. Ten je v tomto prípade tvorený bankovými úvermi a leasingom. Celková úroková sadzba nákladov na cudzí kapitál je následne určená ako podiel úrokových nákladov a priemerného stavu úročeného kapitálu za dané obdobie.¹⁰⁹

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Úroková sadzba	4,82	7,10	3,21	3,12

Tab. č. 16: Sazba nákladov na cudzí kapitál¹¹⁰

Úroveň sadzby nákladov na cudzí kapitál dosahuje vrchol v roku 2008 s hodnotou viac než 7 %, kým ďalších dvoch rokoch je jej hodnota podstatne nižšia, keďže cudzí kapitál rástol rýchlejším tempom ako jeho cena.



Graf č. 5: Vývoj sadzby nákladov na cudzí kapitál [v %]¹¹¹

Náklady na vlastný kapitál

Vzhľadom na to, že slovenský kapitálový trh nie je vysoko rozvinutý a likvidný a spoločnosť ABC svk nie je verejne obchodovateľnou, padla voľba pri výpočte

¹⁰⁹ Priemerný stav úročeného kapitálu za obdobie je daný ako podiel nákladových úrokov a súčtu krátkodobých a dlhodobých úročených záväzkov na začiatku aj na konci obdobia, podeleného 2.

¹¹⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹¹¹ Zdroj: vlastné spracovanie

nákladov na cudzí kapitál na stavebnicovú metódu namiesto CAPM. Napriek tomu, že to nie sú nutné podmienky pre použitie CAPM, výsledok výpočtu nákladov touto metódou by mohol byť značne skreslený.

Bezriziková sadzba

Výnosnosť bezrizikových aktív za jednotlivé roky je určená na základe dlhodobých úrokových sadzieb pre konvergenčné účely, konkrétne u 10-ročných štátnych cenných papierov. Ročná sadzba je vypočítaná ako priemer jednotlivých mesačných sadzieb. Je možné badať nárast v roku 2008, stabilizáciu hodnoty v roku 2009 a naopak výraznejší pokles v roku 2010. Celkovo však nemožno považovať zmeny v jednotlivých rokoch za extrémne, prípadne za také, ktoré by mali výraznejší vplyv na zmeny výkonnosti podniku.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Bezriziková sadzba	4,49	4,72	4,71	3,87

Tab. č. 17: Bezriziková sadzba¹¹²

Riziko veľkosti podniku¹¹³

Riziko veľkosti podniku je založené na výške spoplatneného kapitálu, ktorý v tomto prípade predstavuje súčet vlastného kapitálu, leasingu a bankových úverov. Vzhľadom na to, že ten je v prípade podniku takmer po celé obdobie 2007 – 2010 nižší ako 100 miliónov Kč, riziko veľkosti podniku je rovné 5 %. Výnimku tvorí rok 2009, kedy predovšetkým výrazným nárastom bankových úverov došlo k prekročeniu zmienenej hranice, čo mierne znížilo rizikovú sadzbu.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Riziko veľkosti podniku	5,00	5,00	4,76	5,00

Tab. č. 18: Riziko veľkosti podniku¹¹⁴

¹¹² Zdroj: vlastné spracovanie podľa: *Interest rate statistics*. [online]. 2012 [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: < <http://sdw.ecb.europa.eu> >

¹¹³ Pre zjednodušenie bol pri výpočte rizika veľkosti podniku pre rok 2009 použitý priemerný denný kurz EUR/CZK za rok 2009 vzhľadom na to, že v prípade prepočtu by nedošlo k výrazným výpočtovým odchýlkam.

¹¹⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

Riziko podnikateľské

Na výpočet rizika podnikateľského, ktoré je založené na výnosnosti aktív, bol vzhľadom na súčasné vykazovanie leasingu vo finančných výkazoch použitý mierne modifikovaný vzorec. Do spoplatneného kapitálu bola zahrnutá navyše práve už spomínaná výška záväzkov z leasingu, keďže súčasťou úrokových nákladov sú aj náklady na leasing. Vzhľadom na záporný VH v rokoch 2009 a 2010, ktorý bol ovplyvnený okrem iného najmä svetovou hospodárskou krízou, ktorá značne zasiahla celé odvetvie, bolo riziko podnikateľské klasifikované ako maximálne možné. V rokoch predchádzajúcich bola výnosnosť aktív dostatočná, aby boli podnikateľskému riziku prisúdené nízke hodnoty 0 % a 1,45 %.

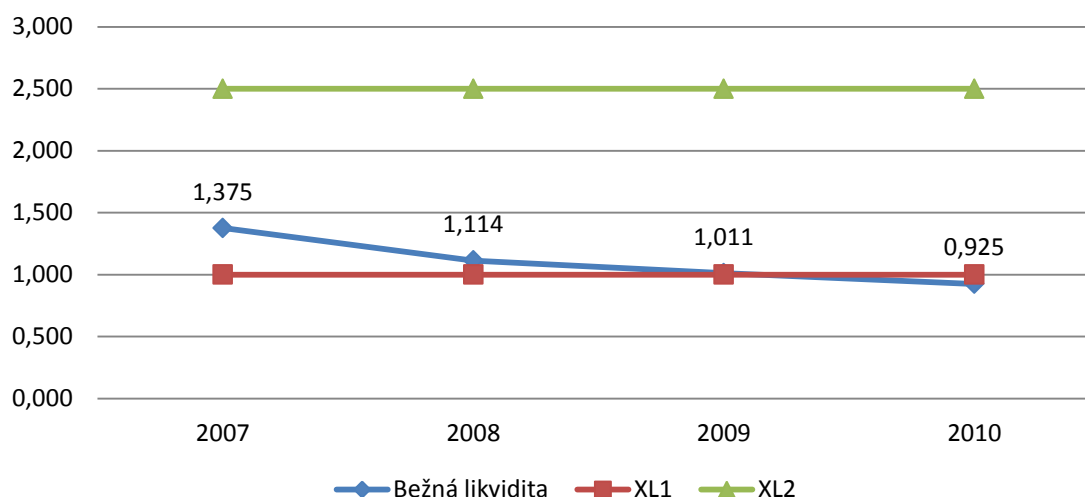
Položka v %	2007	2008	2009	2010
Riziko podnikateľské	0,00	1,45	10,00	10,00

Tab. č. 19: Riziko podnikateľské¹¹⁵

Riziko finančnej stability

U rizika finančnej stability boli ako medzné úrovne použité hraničné hodnoty (hodnota $XL_1 = 1$ a hodnota $XL_2 = 2,5$) odporúčané pre individuálnu aplikáciu metodiky a to z dôvodu maximalizovania možného rozpätia a tým minimalizovania prípadnej odchýlky od skutočného rizika.

¹¹⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.



Graf č. 6: Vývoj bežnej likvidity¹¹⁶

Z vyššie uvedenej tabuľky bežnej likvidity podniku podobne ako z grafu vyplýva, že podnik dosahuje v celom sledovanom období nízke hodnoty napriek tomu, že iba v poslednom roku je likvidita nižšia ako dolná stanovená hranica XL₁. Hodnoty rizika finančnej stability sa teda pohybujú medzi 5 % a 10 %, pričom pokles likvidity je exponenciálny, čomu zodpovedá aj rast rizika. Výrazný pokles bežnej likvidity v roku 2008 je daný kombináciou významnejšieho nárastu záväzkov z obchodných vzťahov a skutočnosti, že podnik si zobral ako dlhodobé, tak aj krátkodobé úvery. Hodnota záväzkov teda rástla rýchlejšie ako hodnota obežného majetku, pričom v ďalších rokoch je ich pomer z hľadiska likvidity ešte nepriaznivejší.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Riziko finančnej stability	5,62	8,54	9,85	10,00

Tab. č. 20: Riziko finančnej stability¹¹⁷

Riziko finančnej štruktúry¹¹⁸

Riziko finančnej štruktúry, ktoré súvisí s kapitálovou štruktúrou podniku, dosahuje nízke hodnoty iba v roku 2007, kým v ostatných rokoch je veľmi vysoké až maximálne možné. Je to dané najmä hospodárením podniku, ktoré výrazne ovplyvňuje pomer

¹¹⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹¹⁷ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹¹⁸ Pri výpočte rizika finančnej štruktúry bola použitá súčasná daňová sadzba DPPO.

vlastného a cudzieho kapitálu. Zatiaľ čo v prvom analyzovanom roku tvorí cudzí úročený kapitál iba zlomok vlastného, v ďalšom období značný pokles VH, ktorý podnik vykazoval, znížil jeho vlastný kapitál popri niekoľkonásobnom raste cudzieho úročeného kapitálu natoľko, že súvisiace riziko vzrástlo až na maximálnu hodnotu 10 % v roku 2009, čo sa nezmenilo ani v nasledujúcom roku.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
Riziko finančnej štruktúry	1,03	9,64	10,00	10,00

Tab. č. 21: Riziko finančnej štruktúry¹¹⁹

Sadzba nákladov na vlastný kapitál¹²⁰

Pomocou modelu založeného na stavebnicovej metóde bolo možné na základe vyššie získaných hodnôt jednotlivých rizík stanoviť celkovú sadzbu nákladov na kapitál a to ich sčítaním.

Položky v %	2007	2008	2009	2010
Bezriziková sadzba	4,49	4,72	4,71	3,87
Riziko veľkosti podniku	5,00	5,00	4,76	5,00
Riziko podnikateľské	0,00	1,45	10,00	10,00
Riziko finančnej stability	5,62	8,54	9,85	10,00
Sadzba nákladov na vlastný kapitál	15,11	19,72	29,31	28,87

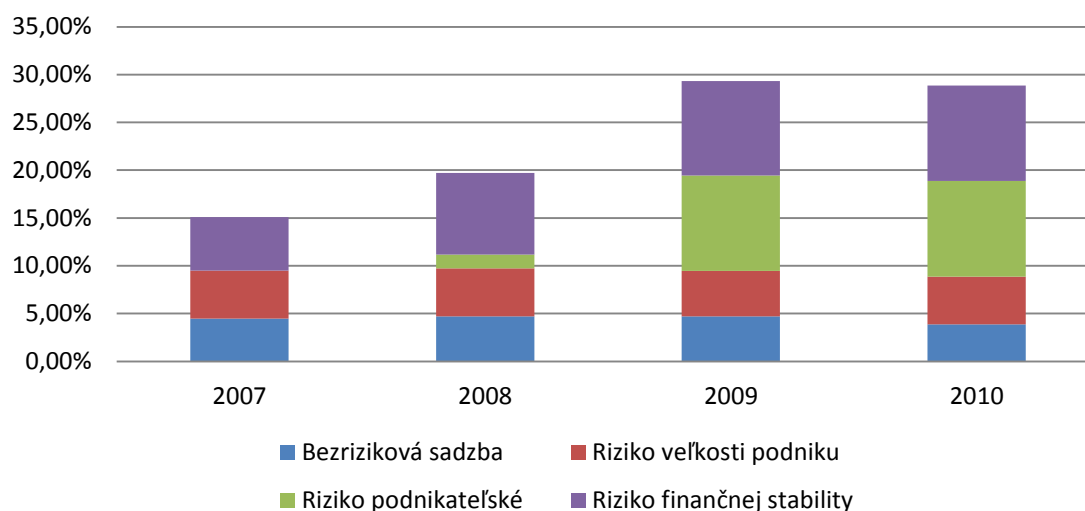
Tab. č. 22: Sadzba nákladov na vlastný kapitál (EVA entity)¹²¹

Ako je možné vidieť v predchádzajúcej tabuľke, výraznejšie zmeny nastali v rokoch 2008 a 2009 a to v dôsledku nárastu rizika finančnej stability z dôvodu poklesu bežnej likvidity a v roku 2009 aj v dôsledku zvýšenia rizika podnikateľského vplyvom záporného VH. V posledných dvoch rokoch sa vplyvom týchto zmien sadzba oproti roku 2007 takmer zdvojnásobila.

¹¹⁹ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹²⁰ V prípade EVA entity nie je súčasťou rizikovej prirážky riziko finančnej štruktúry vzhľadom na to, že je zohľadnené pri výpočte WACC.

¹²¹ Zdroj: vlastné spracovanie.



Graf č. 7: Vývoj a štruktúra sadzby nákladov na vlastný kapitál [v %]¹²²

WACC

Výpočtom sadzieb nákladov na cudzí a vlastný kapitál boli získané premenné nevyhnutné na výpočet WACC. Z vykonaných výpočtov je badateľný ich výrazný pokles v roku 2009, pričom ich výška ostala v roku 2010 na podobnej úrovni. Možno pritom konštatovať, že na výsledné hodnoty mala oveľa väčší vplyv výška kapitálu ako vlastného, tak aj cudzieho, ako sadzby nákladov naň. Dôkazom sú nižšie náklady na cudzí kapitál v prvých dvoch analyzovaných rokoch napriek vyšším sadzbám nákladov na cudzí kapitál a naopak vyššie náklady na kapitál vlastný pri nižších sadzbách.

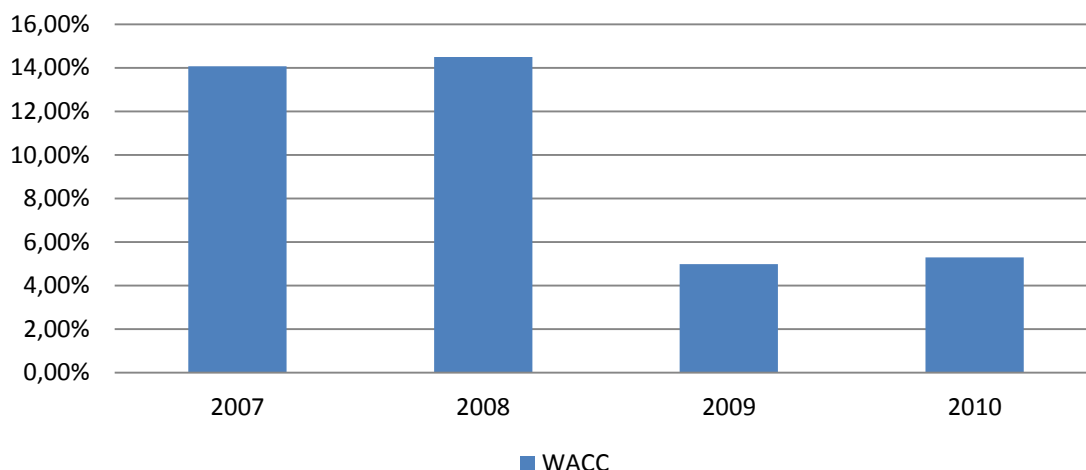
WACC	2007	2008	2009	2010
rd (v %)	4,82	7,10	3,21	3,12
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81
D (cudzí úroč. kap.) (v €)	328 321	1 321 385	5 897 334	2 769 817
r _e (v %)	15,11	19,72	29,31	28,87
E (vlastný kapitál) (v €)	3 212 275	2 210 212	576 894	325 405
C (v €)	3 540 596	3 531 597	6 474 228	3 095 222
WACC (v %)	14,07	14,49	4,98	5,29

Tab. č. 23: WACC¹²³

¹²² Zdroj: vlastné spracovanie.

¹²³ Zdroj: vlastné spracovanie.

Takmer trojnásobné WACC v rokoch 2007 a 2008 sú teda dané hlavne dvomi skutočnosťami. Prvou je výrazný nepomer medzi výškou vlastného a cudzieho kapitálu v posledných dvoch rokoch, ktorý je výsledkom dosiahnutej straty podniku v tomto období a zvyšovania cudzieho kapitálu. Druhou je podstatný rozdiel v cene cudzieho a vlastného kapitálu v neprospech vlastného. Na základe týchto faktov sú teda WACC v rokoch 2009 a 2010 také nízke.



Graf č. 8: Vývoj WACC [v %]¹²⁴

3.3.4 Výpočet EVA entity

Vyčíslením NOPAT, NOA a WACC boli získané všetky potrebné zložky pre výpočet EVA. Zo získaných hodnôt vyplýva, že podnik tvoril hodnotu iba v roku 2007, zatiaľ čo v ostatných rokoch dochádzalo k jej úbytku.

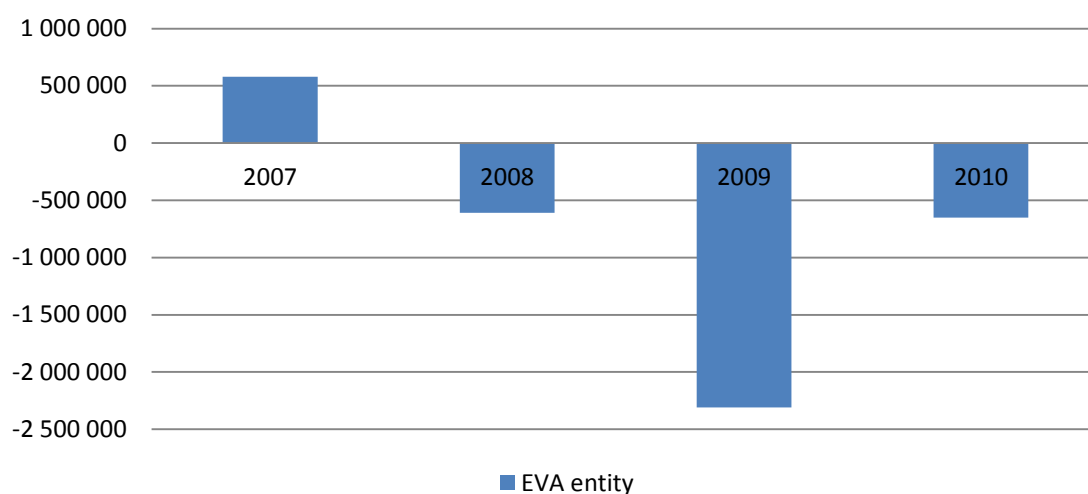
EVA entity	2007	2008	2009	2010
NOPAT (v €)	1 087 124	14 055	-1 923 558	-433 788
NOA (v €)	3 601 706	4 296 158	7 709 763	4 117 631
WACC (v %)	14,07	14,49	4,98	5,29
EVA (v €)	580 308	-608 517	-2 307 712	-651 756

Tab. č. 24: EVA entity¹²⁵

¹²⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹²⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.

Problém pri tvorbe hodnoty v prípade podniku nastáva pri NOPAT, ktorý má už v roku 2008 výšku iba 14 055 eur, pričom vrchol z negatívneho hľadiska dosahuje v roku 2009, kedy presahuje hodnotu -2 300 000 eur. V rokoch 2007 až 2009 dochádza navyše k značnému zníženiu hodnoty EVA. V rokoch 2007 a 2008 najmä vplyvom vyšších WACC, kým v roku 2009 zas vplyvom vyšších NOA. K výraznému zlepšeniu došlo v roku 2010, kedy si WACC udržali nízku hodnotu z roku 2009, NOPAT stúpol o necelých 80 % a NOA klesli takmer na polovicu.



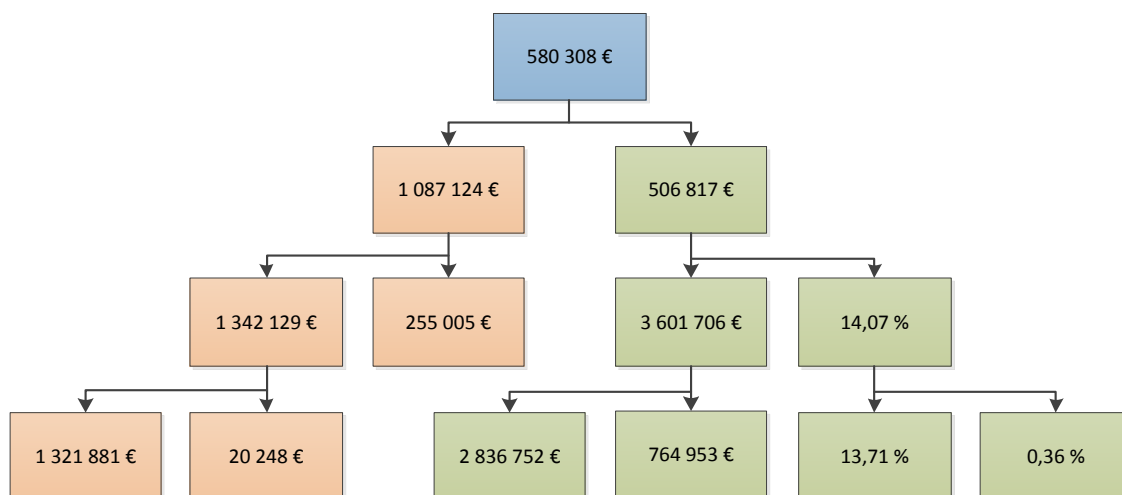
Graf č. 9: Vývoj EVA entity [v €]¹²⁶

3.3.5 Pyramídová dekompozícia ukazovateľa EVA entity¹²⁷

Uvedená kapitola analyzuje pyramídový rozklad ukazovateľa EVA vykonaný naprieč obdobím 2007 – 2010, čo umožňuje detailnejší popis príčin zodpovedných za súčasný stav podniku. Rozbor sa tiež zameriava na jednotlivé zmeny, ktoré nastali počas obdobia a vyčísluje ich dopad na vývoj celkovej hodnoty EVA.

¹²⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹²⁷ Všetky rozklady zodpovedajú dekompozícii uvedenej v teoretickej časti. Kompletnú dekompozíciu vrátane absolútnych a relatívnych diferencií možno nájsť v prílohe.



Obr. č. 8: Dekompozícia EVA entity za rok 2007¹²⁸

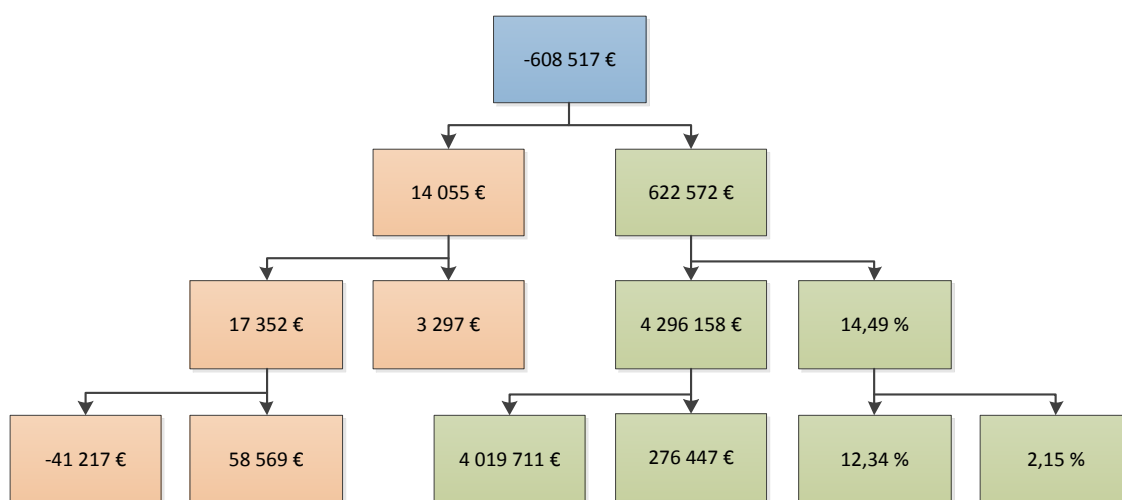
2007 – 2008

Z rozkladov uvedených v kapitole je možné vidieť, že v roku 2008 došlo výraznému poklesu EVA, pričom jej hodnota klesla do záporných čísel, keď klesla približne o 200 % a v absolútnych číslach o takmer 1,2 milióna eur. Ten bol spôsobený predovšetkým bezmála 100 % poklesom NOPAT o viac než milión eur na hodnotu 14 055 eur, pričom dôvod tohto podstatného rozdielu sa ťahá po línii výsledkov hospodárenia a je spôsobený poklesom VH za bežné obdobie pred zdanením o necelých 1,3 milióna eur oproti roku predošlému. Príčinou je predovšetkým rýchlejší rast nákladov oproti výnosom a to najmä výrobnej spotreby, ktorý spôsobil zníženie pridanej hodnoty. Súčasne narástli osobné náklady ako aj väčšina ostatných druhov nákladov. Nutné je tiež spomenúť prehĺbenie straty z finančnej činnosti, čo malo tiež určitý vplyv na výslednú hodnotu.

Na druhej strane vzrástla aj hodnota NOA, čo sa pri relatívne stabilnom WACC tiež určitou mierou prejavilo na výslednej EVA. Z hľadiska NOA nastala najväčšia zmena opäť, podobne ako v prípade NOPAT, už v samotných účtovných aktívach. Tie sa aj po úprave o krátkodobé neúročené záväzky, ktoré sa približne zdvojnásobili a ostatné položky, zvýšili o 19,28 %. Najväčšiu zásluhu na tom mal dlhodobý hmotný majetok, ktorý vzrástol o 41,7 % na viac než 4 milióny eur, zásoby, ktoré sa zo zanedbateľných 26 356 eur zvýšili o viac než milión eur a tiež krátkodobé pohľadávky, ktoré narástli

¹²⁸ Zdroj: vlastné spracovanie.

o približne 40 % na celkovú hodnotu 4 832 756 eur. Tento rast bol spôsobený predovšetkým postupnou zmenou portfólia činnosti podniku, ktoré mala za následok nákup potrebných strojov a zariadení, začatie nových zákaziek a tiež zmenu v oblasti doby splatnosti a záručnej doby. Na strane WACC došlo iba k minimálnej zmene samotnej hodnoty, avšak výraznejšie zmeny sa diali z hľadiska ich štruktúry. Náklady na cudzí kapitál vzrástli relatívne až o 493,93 % ako v dôsledku zvýšenia miery cudzieho úročeného kapitálu, tak aj z dôvodu rastu sadzby nákladov naň. Naopak, úroveň WACC stúpila iba nepatrne vďaka poklesu vlastného kapitálu, čo malo vplyv aj na náklady naň, ktoré relatívne klesli o 10 %. Za spomenutie stojí tiež rast sadzby nákladov na vlastný kapitál o takmer 5 % spôsobený z veľkej miery rastom rizika finančnej stability, ktorého rast bol vyvolaný poklesom bežnej likvidity podniku.



Obr. č. 9: Dekompozícia EVA entity za rok 2008¹²⁹

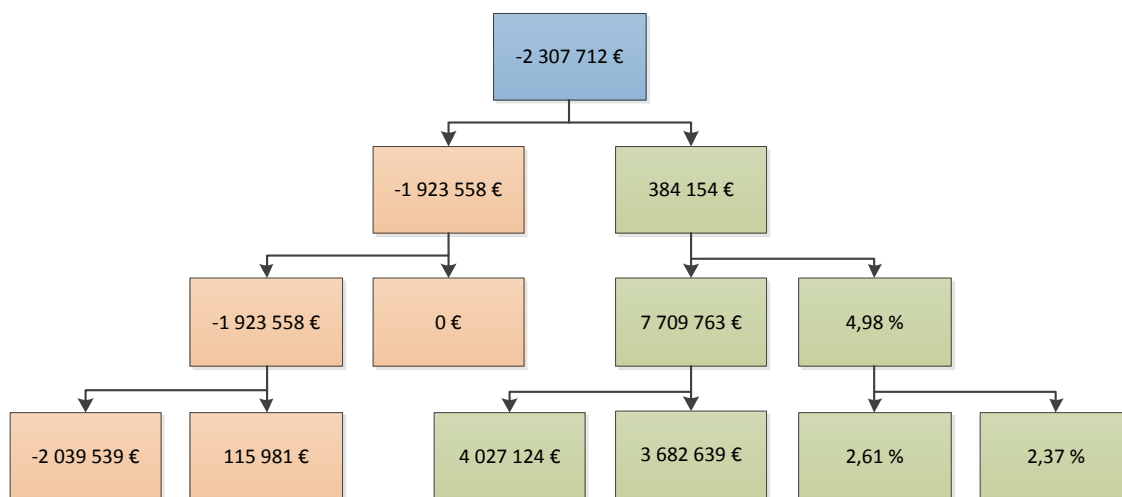
2008 – 2009

V roku 2009 došlo oproti roku 2008 opäť k výraznému poklesu EVA a síce k viac ako stonásobeniu zápornej hodnoty z predchádzajúceho roku. Podobne ako v predošlom období mal na výslednú hodnotu majoritný vplyv VH, pričom strata podniku bola síce po vykonaných úpravách v podobe NOPAT nižšia, stále však bola na úrovni viac než 1,9 milióna eur. V tomto roku na rozdiel od roku 2008 rástli okrem výrobnnej spotreby rýchlejšie ako tržby aj osobné náklady, ktoré vzrástli viac než 1,5-násobne. Na tomto podstatnom zvýšení nákladov malo najvýraznejší podiel enormné zvýšenie počtu

¹²⁹ Zdroj: vlastné spracovanie.

pracovníkov, významne znižujúce produktivitu práce, ktoré sa navyše vzhľadom na ďalší vývoj ukázalo ako neprezieravé, keď síce zotrvačnosťou zákaziek došlo k miernemu rastu tržieb, ale tie následne v roku 2010 značne poklesli. Negatívom boli tiež vyššie náklady na obstaranie predaného tovaru ako tržby z jeho predaja napriek tomu, že ide o relatívne zanedbateľnú položku. Opäť sa prehĺbila aj strata z finančnej činnosti, čo v kombinácii s už spomenutými faktormi malo za následok najhoršie hospodárenie podniku za analyzované obdobie.

Výrazné zmeny nastali na druhej strane pyramídy, kde došlo k zníženiu nákladov na kapitál približne o 240 tisíc eur, teda o viac ako tretinu a to predovšetkým v dôsledku poklesu WACC z takmer 14,5 % na necelých 5 %, čo okrem iného zneutralizovalo zvýšenie NOA o 79,46 % na 7 709 763 eur. Základom bol opäť nárast samotných aktív, pričom v tomto roku už nedošlo k podobnému nárastu krátkodobých záväzkov, ktorý by zmiernil rast NOA a čistý pracovný kapitál tak stúpol až o 1232,13 %. Na rozdiel od predchádzajúceho roku sa tento krát podieľali na raste aktív takmer výlučne krátkodobé pohľadávky, ktoré sa takmer zdvojnásobili až na viac než 9 miliónov eur. Dôvod možno hľadať okrem spomínanej zmeny aktivít podniku aj v prevládajúcej kríze. Naopak, zásoby sa podarilo skresat' približne na polovicu napriek rastu tržieb. Čo sa týka WACC, náklady na cudzí kapitál mali na ich zásadnej zmene iba minimálny podiel. Tá bola spôsobená hlavne významným znížením nákladov na vlastný kapitál, na čom sa majoritne podieľal pokles hodnoty vlastného kapitálu na štvrtinu pôvodnej, na čom sa zas podpísala už spomínaná ohromná strata podniku. Tá mala tiež za následok rast rizika podnikateľského z veľmi nízkej hodnoty na maximálnu možnú, čím sa sadzba nákladov na vlastný kapitál zvýšila bezmála o 10 % na celkových 29,31 %, čo sa však vzhľadom na zmienené zníženie vlastného kapitálu výraznejšie na hodnote WACC neprejavilo.



Obr. č. 10: Dekompozícia EVA entity za rok 2009¹³⁰

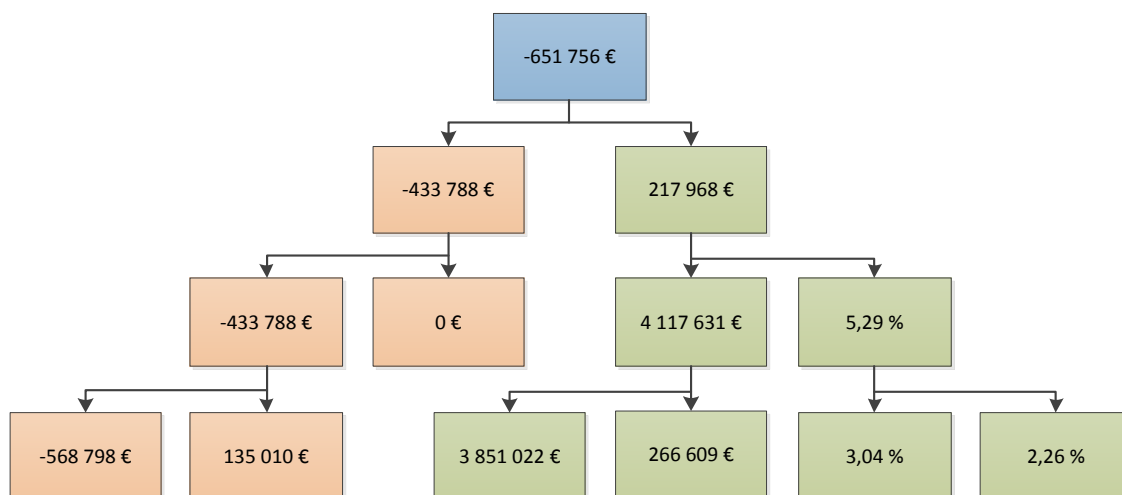
2009 – 2010

V roku 2010 nastal oproti predchádzajúcim rokom obrat a EVA prvý krát počas analyzovaného obdobia narástla, hoci stále ostala jej hodnota záporná. Dostala sa na úroveň len asi o 50 tisíc eur horšiu ako bola v roku 2008, pričom sa zvýšila o viac než 1,65 milióna eur na hodnotu -651 756 eur. Opäť sa pod výslednú hodnotu najviac podpísal VH, ktorého hodnotu tentoraz úpravy zmenili relatívne výraznejšie. Podnik ostal aj v tomto roku v strate podobne ako v predchádzajúcom, došlo však k jej zníženiu. Bolo to ovplyvnené predovšetkým celkovou racionalizáciou v podniku, ktorá mala za následok zmiernenie nepriaznivého pomeru nákladov a výnosov. Zopakovalo sa iba prehĺbovanie negatívneho výsledku v prípade finančnej činnosti podniku, aj tu sa však rast straty spomalil a je nutné dodať, že okrem nákladových úrokov mali na nej najväčší podiel ostatné náklady na finančnú činnosť, týkajúce sa najmä poistného v oblasti aktivít podniku.

V kontraste so zhoršujúcou sa úrovňou NOPAT v predchádzajúcom období sa situácia v prípade nákladov na kapitál od roku 2008 zlepšovala, čo potvrdil aj rok 2010. Hodnota nákladov klesla až na úroveň 217 968 eur, čo znamenalo skoro 45 % pokles. Pri takmer nezmenených WACC, ako z hľadiska ich celkovej hodnoty, tak aj z hľadiska štruktúry, sa na tomto poklese skoro výlučne podieľal pokles NOA o viac než 45 %, čo znamenalo asi 3,6-miliónovú zmenu. Tá bola spôsobená čiastočne poklesom aktív

¹³⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.

oproti predchádzajúcemu roku a čiastočne rastom hodnoty úprav, teda predovšetkým explicitne neúročených záväzkov. Na pokles aktív mal pritom najväčší vplyv pokles dlhodobých pohľadávok o približne 30 %, čo v absolútnych číslach znamená 2 754 556 eur.



Obr. č. 11: Dekompozícia EVA entity za rok 2010¹³¹

3.4 Analýza výkonnosti prostredníctvom EVA equity

Nasledujúca kapitola sa zaoberá výpočtom jednotlivých komponent potrebných pre stanovenie EVA equity a následne vyčíslením samotného variantu EVA. Vzhľadom na štruktúru ukazovateľa je proces jeho výpočtu podstatne jednoduchší ako v prípade EVA entity. Podobne ako v predchádzajúcom prípade je súčasťou aj analýza prostredníctvom dekompozície ukazovateľa.

3.4.1 Výpočet ROE¹³²

Výpočet ROE so sebou v prípade podniku prináša značné výkyvy hodnôt od vysoko nadpriemerných v roku 2007, cez slabší rok 2008, kedy sa podnik dostal iba tesne do kladných hodnôt, až po roky 2009 a 2010, v ktorých strata presahovala hodnotu vlastného kapitálu.

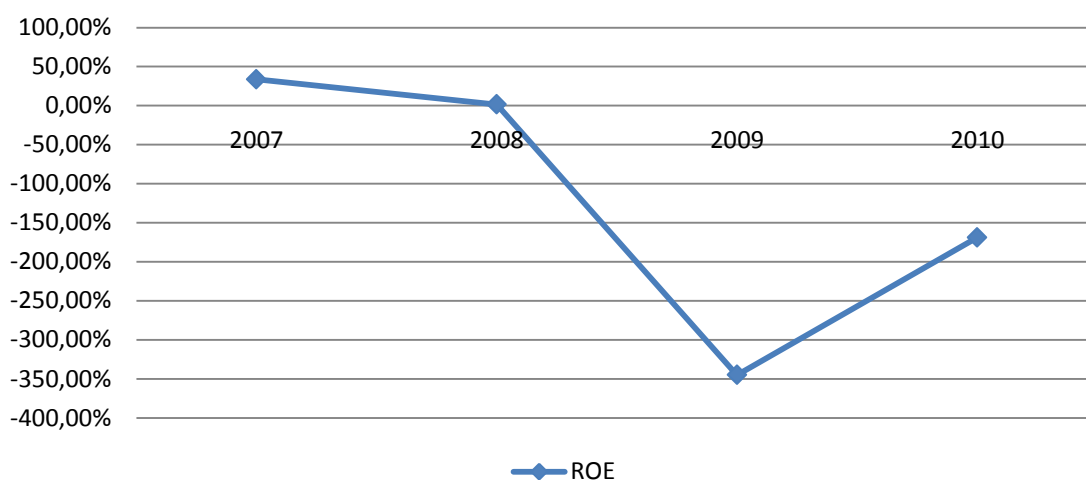
¹³¹ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹³² Pri výpočte ROE bola použitá súčasná daňová sadzba DPPO.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
ROE	33,67	1,41	-345,13	-168,80

Tab. č. 25: ROE¹³³

Na tento rapidný pokles rentability v priebehu dvoch rokov mali vplyv dva hlavné faktory a to už viackrát spomínaný značný pokles výsledku hospodárenia, ktorého priamym dôsledkom bol druhý faktor a síce pokles vlastného kapitálu. Tento trend dosiahol vrchol v roku 2009 v podobe hodnoty -345,13 %, čo znamená, že ROE bola hlboko v červených číslach.



Graf č. 10: Vývoj ROE [v %]¹³⁴

3.4.2 Výpočet sadzby nákladov na vlastný kapitál

U sadzby nákladov na vlastný kapitál možno badať veľké rozdiely medzi hodnotami, pričom vidieť veľký rast do roku 2009.

Položka v %	2007	2008	2009	2010
r_e	16,14	29,36	39,55	38,87

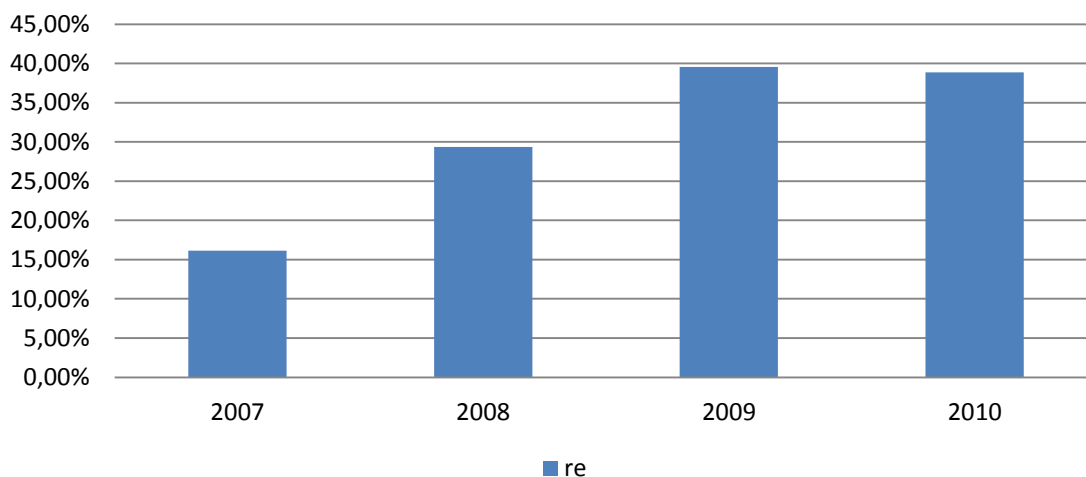
Tab. č. 26: Sadzba nákladov na vlastný kapitál (EVA equity)¹³⁵

¹³³ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹³⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹³⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.

Pod spomínaný strmý rast sa podpísali predovšetkým nízky vlastný kapitál, znížený v dôsledku vysokej dosiahnutej straty, nízka likvidita podniku a pomerne vysoké úročené zdroje, ktoré stúpili najmä vplyvom bankových úverov. Okrem rizika finančnej stability a podnikateľského, ktoré mali značný podiel na vysokých hodnotách r_e v posledných rokoch, sa v prípade EVA equity výrazne prejavilo aj riziko finančnej štruktúry a to v rokoch 2008 – 2010, kedy sa hodnoty pohybovali na úrovni 10 %.



Graf č. 11: Vývoj sadzby nákladov na vlastný kapitál [v %]¹³⁶

3.4.3 Výpočet EVA equity

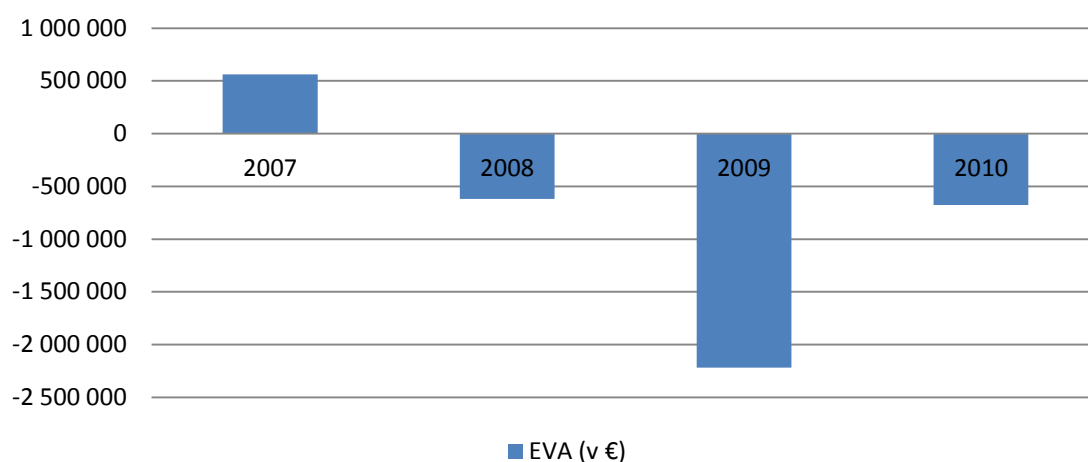
Z výsledkov, ktoré sú relatívne podobné výsledkom získaným výpočtom EVA entity možno podobne ako predtým konštatovať, že podnik tvorí hodnotu iba v prvom z analyzovaných rokov. V nasledujúcom období je už EVA záporná, pričom podobne ako v predchádzajúcom prípade, aj teraz je na tom podnik najhoršie v roku 2009 s hodnotou -2 219 188 eur.

EVA equity	2007	2008	2009	2010
ROE (v %)	33,67	1,41	-345,13	-168,80
r_e (v %)	16,14	29,36	39,55	38,87
Vlastný kapitál (v €)	3 212 275	2 210 212	576 894	325 405
EVA (v €)	562 907	-617 810	-2 219 188	-675 788

Tab. č. 27: EVA equity¹³⁷

¹³⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

Dôvody sú opäť podobné ako v predchádzajúcom prípade, teda nízky VH, ktorý má negatívny dopad na ROE, podporovaný najmä v rokoch 2009 a 2010 aj vysokou hodnotou sadzby nákladov na vlastný kapitál. Napriek tomu, že podnik má nízky vlastný kapitál v posledných rokoch, kvôli príliš slabej ROE dosahuje v tomto období veľmi zlé výsledky z hľadiska tvorby hodnoty pre vlastníkov.



Graf č. 12: Vývoj EVA equity [v €]¹³⁸

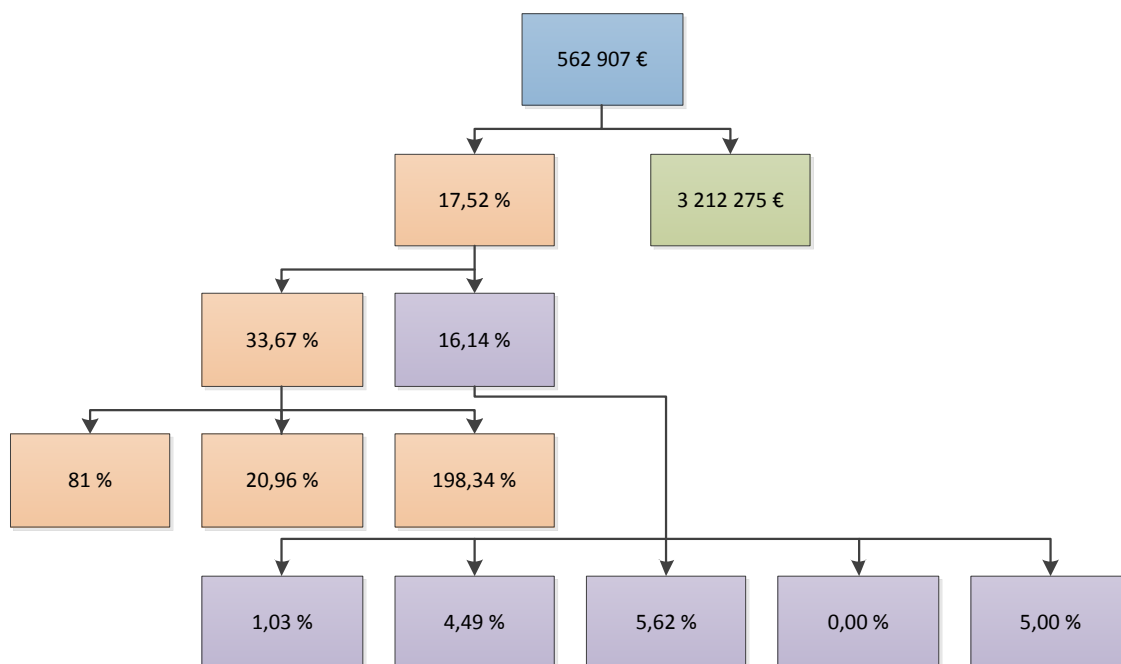
3.4.4 Pyramídová dekompozícia ukazovateľa EVA equity¹³⁹

Táto kapitola sa podobne ako v predchádzajúcom prípade venuje analýze dekompozície EVA za obdobie 2007 – 2010, pre získanie obrazu o stave podniku z hľadiska tvorby hodnoty pre jeho vlastníkov. Vykonaná analýza má dopĺňať vyššie uskutočnenú analýzu prostredníctvom EVA entity a umožniť tak hodnotenie výkonnosti podniku zo širšieho hľadiska.

¹³⁷ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹³⁸ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹³⁹ Všetky rozklady zodpovedajú dekompozícii uvedenej v teoretickej časti. Kompletnú dekompozíciu vrátane absolútnych a relatívnych diferencií možno nájsť v prílohe.

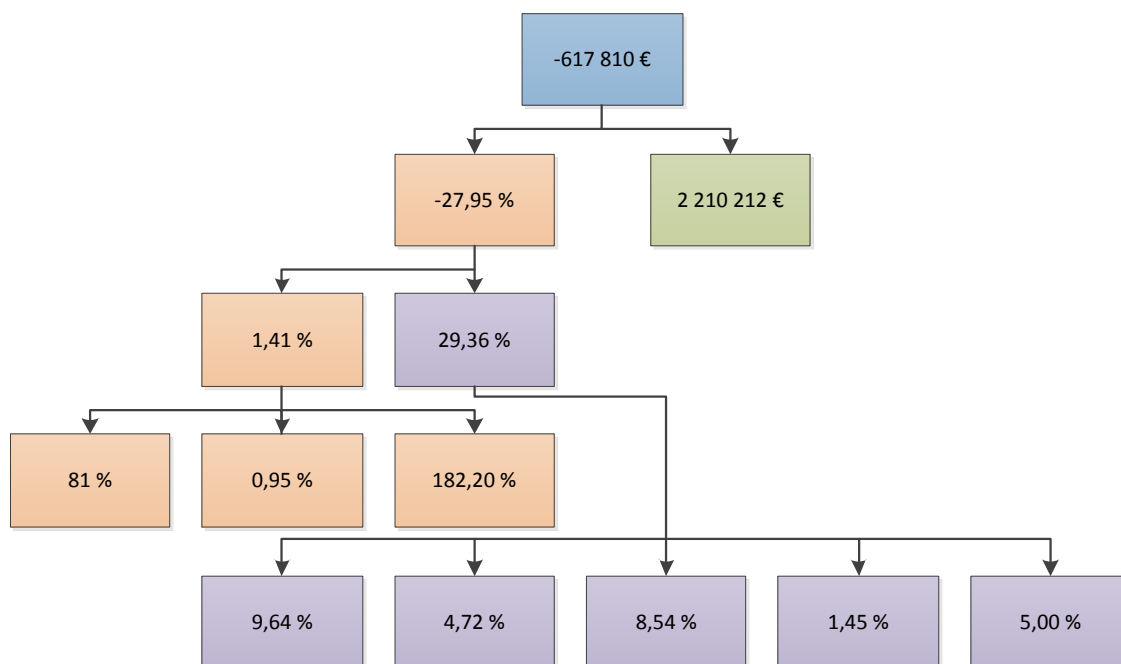


Obr. č. 12: Dekompozícia EVA equity za rok 2007¹⁴⁰

2007 – 2008

Podobne ako pri predchádzajúcej analýze tohto obdobia možno badať pokles hodnoty EVA, pričom aj čísla sú takmer identické. Podobnosť pretrváva aj v tom, že hlavná príčina tejto zmeny sa ťahá po línii súvisiacej s VH, keďže jeho pokles za bežné obdobie zapríčinil takmer 100 % pokles ROA na necelé 1 %. Podobný pokles zaznamenala tým pádom aj ROE, ktorej hodnota bola síce vplyvom finančnej páky vyššia, zďaleka však nestačila na pokrytie nákladov na vlastný kapitál, ktorých sadzba vzrástla hlavne vplyvom zvýšenia rizika finančnej štruktúry z približne 1 % na takmer maximálnu možnú hodnotu. Tento značný nárast súvisel najmä so zmenou kapitálovej štruktúry a úrokovej miery. Významnejšia zmena nastala ešte u rizika finančnej stability, kde došlo k relatívnemu nárastu približne o 50 %. V konečnom dôsledku to znamenalo rast sadzby nákladov na vlastný kapitál relatívne o 81,85 % na hodnotu 29,36 %. Záporný rozdiel ROE a r_e teda zapríčinil spomínaný nesmierny pokles EVA, ktorý už len zmiernil pokles vlastného kapitálu o milión eur spôsobený práve zmenou VH podniku.

¹⁴⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.

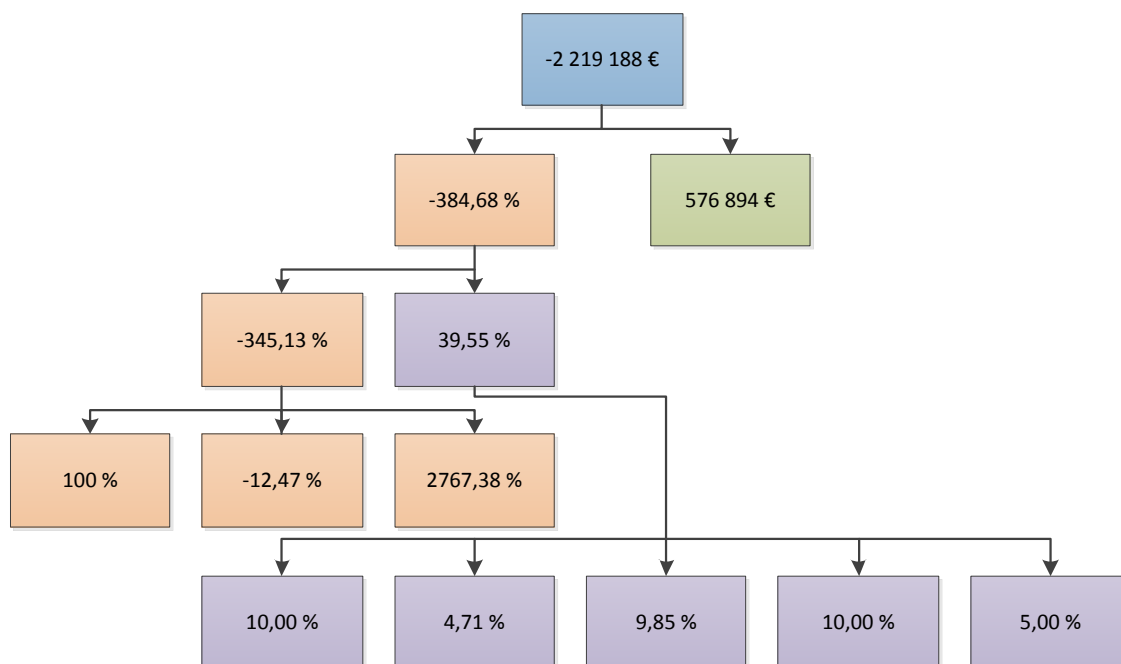


Obr. č. 13: Dekompozícia EVA equity za rok 2008¹⁴¹

2008 – 2009

Z rozkladov EVA entity a EVA equity opäť badať paralelu medzi číslami a aj podľa druhého ukazovateľa došlo k výraznému poklesu hodnoty podniku, pričom zmena oproti predchádzajúcemu roku bola bezmála 260 %. Rovnaká ostáva tiež príčina v podobe klesajúceho VH za bežné obdobie, ktorý zapríčinil zápornú ROA -12,47 %. To spôsobilo, že daňové bremeno v tomto roku nemalo na ROE vplyv, na druhej strane zmena kapitálovej štruktúry v podobe poklesu vlastného kapitálu sa neprejavila iba v prípade nákladov na kapitál, ale aj v podobe finančnej páky, ktorá spôsobila ohromný nárast zápornej hodnoty ROA, takže došlo k poklesu ROE v absolútnych číslach až o 346,53 %. Za pozitívny taktiež nemožno označiť rast sadzby nákladov na vlastný kapitál na takmer 40 %, pod čo sa podpísalo takmer výlučne riziko podnikateľské, ktoré vzrástlo pod vplyvom poklesu ROA do červených čísel. Výsledný rozdiel ROE a r_e teda znamenal aj pri rapidnom znížení vlastného kapitálu niekoľko násobný pokles hodnoty EVA na rekordnú hodnotu z negatívneho hľadiska.

¹⁴¹ Zdroj: vlastné spracovanie.

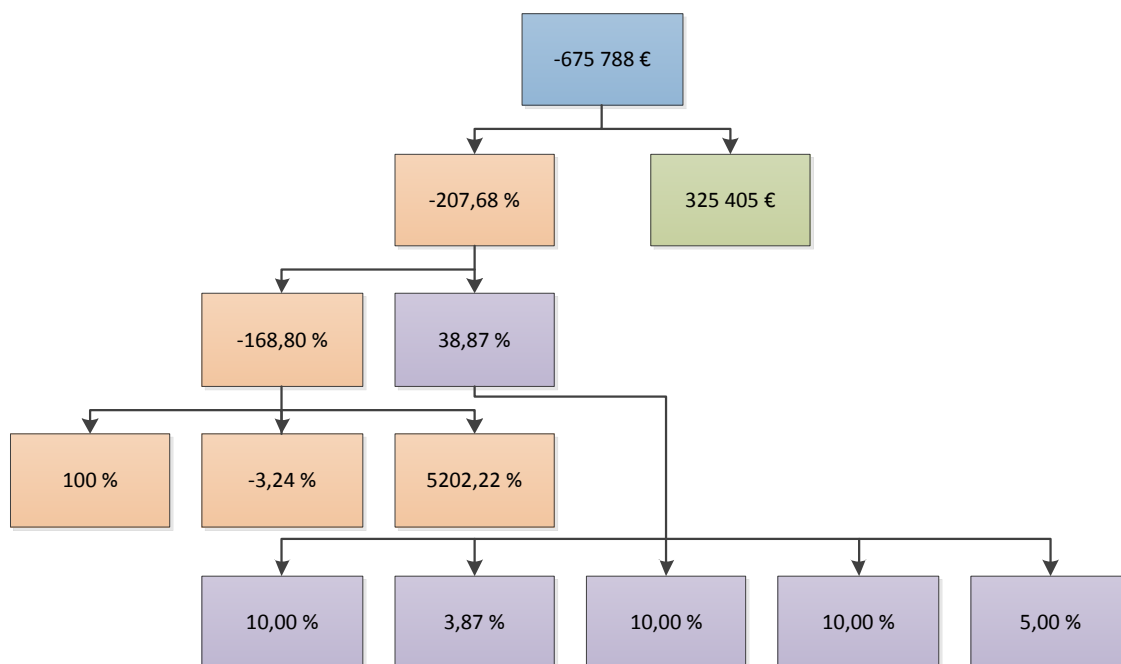


Obr. č. 14: Dekompozícia EVA equity za rok 2009¹⁴²

2009 – 2010

Aj posledný rok potvrdil podobnosť trendov EVA equity a EVA entity. Podobne ako v predchádzajúcom prípade totiž došlo k zlepšeniu oproti predchádzajúcemu roku a to asi o 70 %, na čom malo najväčšiu zásluhu zníženie straty podniku, vďaka čomu poklesla záporná hodnota ROA približne na štvrtinu pôvodnej hodnoty. Na druhej strane ďalší pokles vlastného kapitálu mal za následok zvýšenie finančnej páky na viac než 5 200 %, kvôli ktorému významne poklesla ROE na hodnotu -168,80 %, čo je však stále iba polovica hodnoty z predchádzajúceho roku. Čo sa týka sadzby nákladov na kapitál, nedošlo k žiadnym rozhodujúcim zmenám oproti roku 2009 ani z hľadiska výslednej hodnoty, ani z hľadiska jej štruktúry, čo v konečnom dôsledku znamenalo zníženie rozdielu ROE a r_e relatívne o 46 %. K značnému zlepšeniu EVA došlo tiež vďaka už spomínanému poklesu vlastného kapitálu, ktorý okrem iného znížila opätovná dosiahnutá strata.

¹⁴² Zdroj: vlastné spracovanie.



Obr. č. 15: Dekompozícia EVA equity za rok 2010¹⁴³

3.5 Porovnanie vykonaných analýz

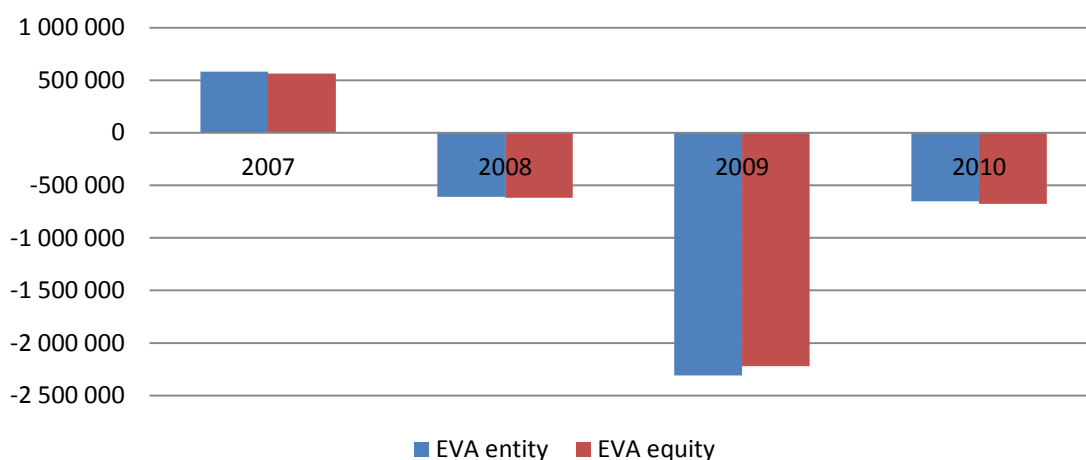
Analýza podniku bola vykonaná pomocou komplexného ukazovateľa EVA, ktorý umožňuje zhodnotiť výkonnosť podniku. Jej súčasťou bol rozbor súčasnej situácie podniku prostredníctvom EVA entity ako aj EVA equity, pričom oba ukazovatele poskytujú podobný pohľad na súčasný stav podniku.

Metóda EVA entity je založená na konverzii účtovných dát na ekonomický model, ktorý hodnovernejšie zobrazuje danú skutočnosť. Na druhej strane je však potrebné veľké množstvo úprav prvotných údajov, ktoré sú závislé na mnohých faktoroch, počínajúc subjektom, ktorý analýzu vykonáva, čo navyše často minimálne sťažuje, ak úplne neznemožňuje časové, tým väčšími medzipodnikové porovnanie.

Na druhej strane EVA equity vychádza na rozdiel od predchádzajúcej metódy z neupravených účtovných dát, čo nielenže zjednodušuje výpočet ukazovateľa, ale umožňuje tiež časové a medzipodnikové porovnanie. Avšak práve táto skutočnosť znižuje oproti EVA entity výpovednú hodnotu ukazovateľa, keďže reflektuje skutočnosť v menšej miere.

¹⁴³ Zdroj: vlastné spracovanie.

Z vykonaných analýz ako aj z grafu uvedeného nižšie možno vyčítať, že hodnoty získané vyčíslením oboch uvedených ukazovateľov sú rokoch 2007, 2008 a 2010 veľmi podobné a viditeľnejší rozdiel možno registrovať iba v predposlednom analyzovanom roku, kedy rozdiel predstavuje asi 100 000 eur. Vykonaním analýzy pomocou oboch metód EVA a tým, že obe potvrdzujú úroveň tvorby hodnoty podniku v jednotlivých rokoch, ako aj celkový trend hodnoty EVA získavajú výsledky na vypovedacej hodnote a predstavujú tak nielen lepší základ pre zhodnotenie situácie podniku, ale poskytujú aj lepšiu podporu pre rozhodovanie manažmentu.



Graf č. 13: Porovnanie vývoja EVA entity a EVA equity [v €]¹⁴⁴

Čo sa týka rozdielov medzi výslednými hodnotami v jednotlivých rokoch, resp. štruktúry týchto komplexných ukazovateľov a teda podielu jednotlivých čiastkových ukazovateľov na ich celkovej hodnote, možno tieto rozdiely zhrnúť do dvoch základných bodov.

Prvý bod sa týka zisku, ktorý podnik dosahuje resp. jeho rentability. V prípade EVA entity dochádza k miernym úpravám, ktoré hodnotu zisku čiastočne upravujú, avšak ani v jednom roku sa nejedná o zmeny, ktoré by jeho hodnotu ovplyvnili zásadným spôsobom. U EVA equity je možné získať hodnotu zisku roznásobením vzorca, čím je získaný súčin ROE a vlastného kapitálu, čo umožňuje porovnať hodnotu zisku v prípade použitia jednotlivých metód.

¹⁴⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

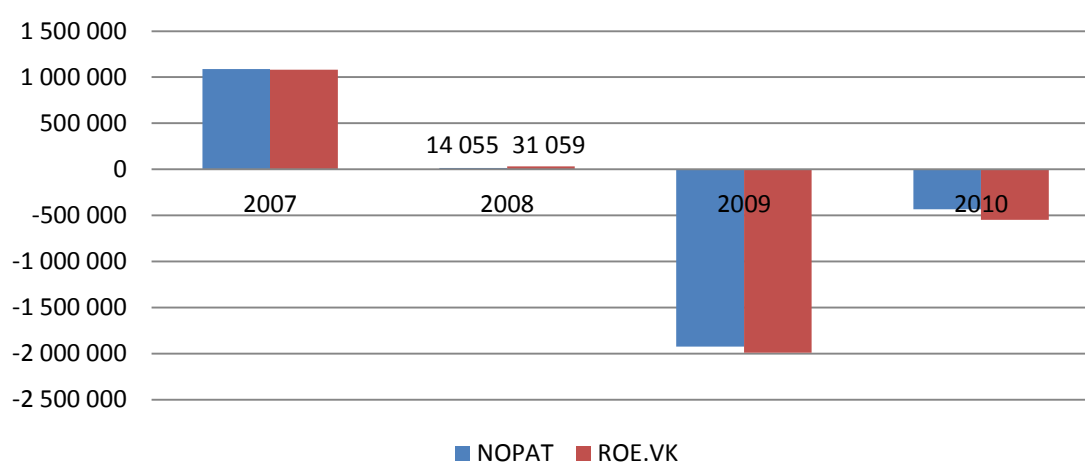
$$(ROE - r_e) \cdot VK = (ROE \cdot VK) - (r_e \cdot VK)$$

ROE – rentabilita vlastného kapitálu

r_e – sadzba nákladov na vlastný kapitál

VK – vlastný kapitál

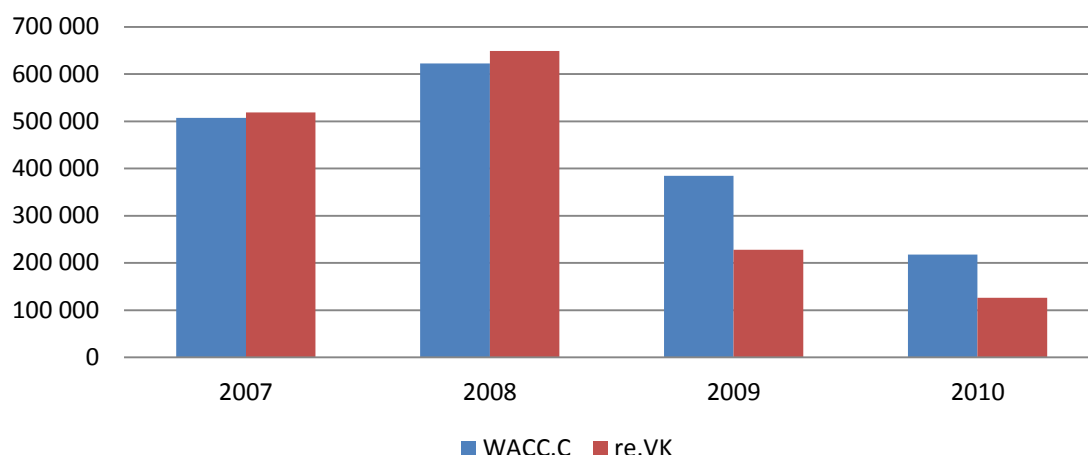
Nasledujúci graf zachytáva úroveň zisku vyčíslenú prostredníctvom oboch metód. Ako už bolo spomenuté, rozdiely, ktoré sú spôsobené úpravou VH do podoby NOPAT nie sú významné, aj keď v rokoch 2009 a 2010 badať určitú odchýlku.



Graf č. 14: Porovnanie vývoja NOPAT a ROE.VK [v €]¹⁴⁵

Druhý bod predstavuje náklady kapitálu, ktoré sú dané súčinom sadzby nákladov na kapitál a kapitálu. Ako je možné vidieť na príslušnom grafe, v prvých dvoch rokoch rozdiely nie sú významné, keďže rozdiely v sadzbe nákladov, ktorá je v prípade EVA equity vyššia, čo je dané jej odlišnou štruktúrou, sú vyvažované rozličnými hodnotami kapitálu, ktorý je zahrnutý do výpočtu a ktorého hodnota je naopak vyššia v prípade EVA entity. V ostatných dvoch rokoch je rozdiel v nákladoch výraznejší v neprospech EVA entity. V roku 2009 tento rozdiel spôsobuje korekciu hodnoty NOPAT, pri ktorej dochádza k tomu, že EVA entity negatívne prevyšuje EVA equity. V roku 2010 táto korekcia nie je dostatočná v porovnaní s úpravami VH za bežnú činnosť, čo spôsobuje že naopak, nižšiu hodnotu dosahuje práve EVA equity.

¹⁴⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.



Graf č. 15: Porovnanie vývoja WACC.C a re.VK [v €]¹⁴⁶

3.6 Zhodnotenie výkonnosti podniku

Záver analýzy vybraného podniku sa venuje konečnému zhodnoteniu jeho výkonnosti na základe vyššie vykonaného rozboru. Súčasťou je tiež odhad jej možného budúceho vývoja prostredníctvom súhrnu získaných výsledkov.

Na základe získaných výsledkov vyššie vykonanej analýzy výkonnosti podniku pomocou metód EVA entity a EVA equity, prostredníctvom ktorej boli vyčíslené hodnoty týchto ukazovateľov a bola vykonaná ich dekompozícia, možno konštatovať, že podnik z hľadiska tvorby hodnoty pre ich vlastníkov v analyzovanom období nedosahoval dostatočné výsledky.¹⁴⁷

Pozitívne možno za celé obdobie 2007 – 2010 iba dve skutočnosti. Prvou je hodnota EVA v roku 2007, kedy ukazovateľ dosahoval kladnú hodnotu viac než pol milióna eur a podnik teda pre vlastníkov tvoril hodnotu. Druhou je zlepšenie situácie podniku v roku 2010, keď sa podarilo hrozivú zápornú hodnotu z roku 2009, ktorá činila viac než 2,2 milióna eur skresť na zlomok tejto sumy, hoci podniku sa nepodarilo dostať do kladných čísel.

¹⁴⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁴⁷ V ďalšej časti uvedenej podkapitoly už ukazovatele EVA entity a EVA equity okrem posledného odseku nebudú rozlišované a vzhľadom na ich podobné dosiahnuté hodnoty budú ďalej spomínané ako jeden ukazovateľ EVA.

V oboch spomínaných prípadoch hralo rozhodujúcu úlohu hospodárenie podniku, ktorého základom bol následne priaznivý NOPAT. V roku 2007 sa podarilo dosiahnuť čistý operatívny zisk v hodnote viac než milión eur, vďaka čomu napriek druhým najvyšším nákladom na kapitál v danom období dosiahol najlepšie výsledky ukazovateľa EVA. V druhom prípade sa síce nepodarilo dosiahnuť podobný úspech, avšak po nepriaznivom roku 2009 možno zredukovanie straty na zlomok pôvodnej hodnoty spoločne s ďalšou redukciou nákladov na kapitál považovať za pozitívny signál z hľadiska očakávaní budúcich výsledkov podniku.

Na prvý pohľad sa môže zdať pozitívom aj znižovanie nákladov na kapitál od roku 2009, čo je dané znižovaním podielu vlastného kapitálu, ktorý je drahší ako kapitál cudzí. Ako však už bolo vyššie spomenuté, tento pokles vlastného kapitálu je spôsobený stratou, ktorú podnik dosahoval v týchto rokoch. Tiež je otázne, nakoľko je miera zadlženia podniku ešte akceptovateľná, keďže v posledných rokoch dosahuje ukazovateľ celkovej zadlženosti alarmujúce hodnoty cez 90 %. Na druhej strane je nutné konštatovať, že podniku sa darí splácať svoje úročené záväzky a má silné zahraničné krytie.

Naopak negatívne možno hodnotiť nielen jednotlivé roky, v ktorých podnik nedokázal tvoriť hodnotu, ale tiež obdobie ako celok, keďže nielenže okrem posledného roku mala krivka EVA klesajúcu hodnotu, ale celková EVA za analyzované obdobie je hlboko pod nulou a podnik teda ničí hodnotu.

Ako možno vyčítať z výsledkov analýzy, prvým problémovým je rok 2008, kedy sa napriek tomu, že podnik nevykazuje účtovnú stratu a to ani po úprave VH na NOPAT, po odčítaní nákladov kapitálu, ktoré v tomto roku dosahujú maximum, dostáva už do červených čísel. To je ešte znásobené faktom, že na rozdiel od ďalších rokov, v roku 2008 sa svetová hospodárska kríza ešte neprejavila naplno a teda z faktorov, ktorých dôsledkom bola vzniknutá strata jej nemožno pripísať taký významný podiel ako v nasledujúcich rokoch.

Rok 2009 už možno jednoznačne označiť za krízový to nielen z hľadiska intenzity spomínanej hospodárskej krízy, ale aj z hľadiska tvorby hodnoty podniku. Napriek zníženiu nákladov na kapitál vyhnalo hospodárenie podniku jeho stratu v podobe NOPAT až do výšky blížiacej sa 2 miliónom eur. To bolo dané zvyšovaním takmer všetkých druhov nákladov v porovnaní s tržbami aj napriek tomu, že došlo oproti roku 2008 k približne 13,5 % nárastu tržieb, ktorý bol miernejším pokračovaním trendu nastoleného v predchádzajúcom roku. Ešte väčšiemu rastu zápornej hodnoty EVA zabránilo zníženie nákladov na kapitál.

Posledný skúmaný rok ako už bolo vyššie zmienené, nie je možné hodnotiť úplne negatívne napriek zápornej EVA, keďže ešte stále v čase krízy sa podarilo znížiť stratu podniku hlavne pomocou znižovania nákladov pri značnom poklese tržieb, ktorých vývoj a jeho dôvody boli popísané vyššie. Napriek tomu však najmä z hľadiska možností podniku nemožno hovoriť o úspešnom roku.

Čo sa týka možného budúceho vývoja EVA, na základe informácií získaných analýzou výkonnosti podniku v období 2007 – 2010 bolo pomocou štatistických metód možné stanoviť potenciálny trend EVA v závislosti na vývoji tržieb pre najbližšie obdobie.

Na predikciu vývoja tržieb bola použitá metóda priemerného koeficientu rastu, prostredníctvom ktorej boli získané hodnoty predpovedajúce mierny rast tržieb v blízkej budúcnosti. Pre rok 2011 bola odhadnutá výška tržieb podniku na úrovni 22 233 305 eur.

Na základe vývoja tržieb boli následne pomocou regresnej analýzy predikované možné hodnoty EVA, ktorých výška by sa podľa získaného trendu mala pohybovať na úrovni -866 251 eur v prípade EVA entity a -852 556 eur v prípade EVA equity.

4 Návrhy na zlepšenie výkonnosti podniku

Záverečná kapitola uvedenej práce sa zaoberá návrhmi na zlepšenie aktuálnej výkonnosti podniku hodnotenej metódami ekonomickej pridanej hodnoty. Tie sú konštruované na základe vykonanej analýzy, s cieľom zvýšiť tvorbu hodnoty podniku pre jeho vlastníkov.

Návrhy sa týkajú predovšetkým hospodárenia podniku, keďže nízke hodnoty EVA sú dané predovšetkým nízkym VH v posledných 3 rokoch analyzovaného obdobia a najmä zlepšenie v tejto oblasti by mohlo prispieť k tomu, aby podnik po rokoch ekonomickej straty opäť začal tvoriť hodnotu.

4.1 Osobné náklady a personálne problémy

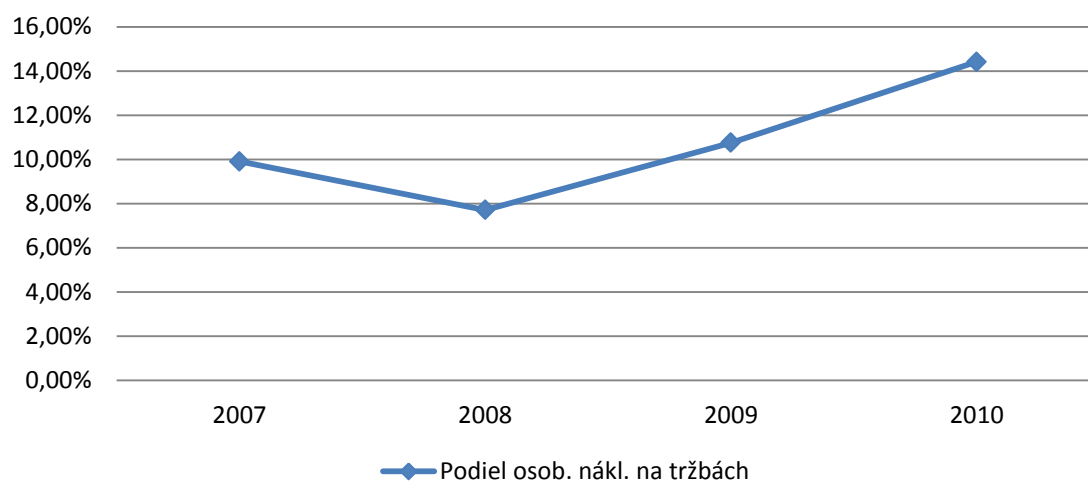
Ako už bolo spomenuté vyššie, osobné náklady počas sledovaného obdobia rástli značným tempom a predovšetkým v rokoch 2009 a 2010 ich zmena nezodpovedala zmene tržieb, čím sa podpísali pod stratu dosiahnutú v tomto období.

	2007	2008	2009	2010
Osobné náklady (v €)	1 181 408	1 972 795	3 121 256	2 741 456
Podiel ON na tržbách (v %)	9,91	7,71	10,76	14,41

Tab. č. 28: Osobné náklady a ich podiel voči tržbám¹⁴⁸

Ako je možné vidieť v príslušnej tabuľke, najefektívnejšie z hľadiska osobných nákladov hospodáril podnik v roku 2008, kedy ich podiel oproti tržbám bol iba necelých 8 %, zatiaľ čo v neskoršom období tento podiel už iba stúpал, pričom kritický okamih nastal v roku 2010, kedy napriek viac ako tretinovému poklesu tržieb došlo iba približne k 12 % poklesu osobných nákladov, ktorých pomer k tržbám bol v tom čase viac ako sedminový.

¹⁴⁸ Zdroj: vlastné spracovanie.



Graf č. 16: Vývoj podielu osobných nákladov na tržbách [v %]¹⁴⁹

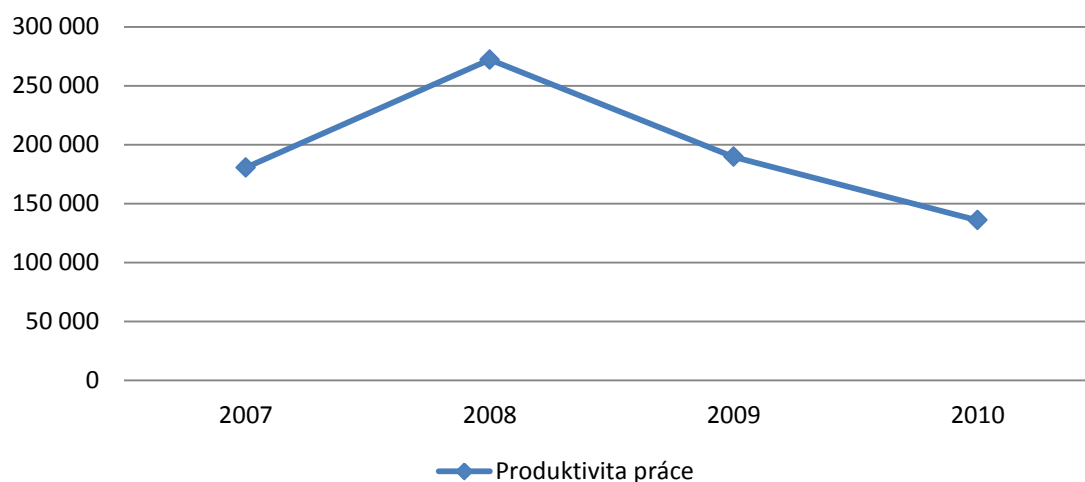
Podielu osobných nákladov na tržbách v jednotlivých rokoch približne zodpovedá aj produktivita práce, ktorá je v roku 2010 oproti roku 2008 iba polovičná a práve od tohto roku klesá rýchlejšie vplyvom nárastu počtu pracovníkov, než je tomu v prípade tržieb.

	2007	2008	2009	2010
Počet zamestnancov	66	94	153	140
Produktivita práce (v €)	180 632	272 164	189 659	135 897

Tab. č. 29: Počet zamestnancov a produktivita práce¹⁵⁰

¹⁴⁹ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁵⁰ Zdroj: vlastné spracovanie.



Graf č. 17: Vývoj produktivity práce [v €]¹⁵¹

Z vyššie uvedených skutočností vyplýva, že v podniku je výrazný priestor na zlepšenie produktivity práce a zníženie osobných nákladov, čo by viedlo k zlepšeniu VH a tým pádom aj výkonnosti podniku.

Vzhľadom na to, že v nasledujúcom roku možno očakávať podobné podmienky ako v roku 2010, je možné zvoliť rok 2010 ako východiskový. Pre zachovanie akejsi kontinuity a určitej rezervy pri realizovaní zákaziek možno stanoviť ako cieľovú produktivitu práce 190 000 eur, ktorú podnik dosahoval v roku 2009, pri zachovaní súčasných priemerných nákladov na pracovníka. Za týchto podmienok by pre dosiahnutie určenej produktivity práce postačovalo v danom roku 101 pracovníkov, pričom celkové osobné náklady podniku by klesli na 1 977 765 eur, čo by oproti roku 2010 znamenalo celkovú úsporu 763 691 eur.

Samozrejme takáto úspora by nemusela byť konečná vzhľadom na výsledky, ktoré podnik dosahoval v roku 2008, avšak výsledok závisí od mnohých faktorov, pričom príliš optimistický návrh by nemusel byť následne v praxi realizovateľný.

¹⁵¹ Zdroj: vlastné spracovanie.

Časť z vyššie ušetrených prostriedkov by následne podnik mohol využiť na riešenie personálnych problémov týkajúcich sa či už nedostatku odborníkov na niektorých pozíciách alebo nízkej lojality časti kľúčových zamestnancov.

Napriek tomu, že podnik v súčasnej dobe nedisponuje dostatočným množstvom prostriedkov, ktoré by mohol využiť na budovanie lojality pomocou rozsiahlych benefitov, sú možnosti doplnenia tých niekoľkých súčasných ako sú prémie a stravné lístky o ďalšie, ktorých uplatnenie by mohlo predovšetkým kľúčových zamestnancov presvedčiť o zotrvaní v podniku. Medzi tieto výhody možno zaradiť príspevky na rôzne podujatia podľa výberu zamestnancov či väčšiu benevolentnosť pri čerpaní dovolenky.

Rozhodujúcou výhodou, ktorá by mohla pomôcť nielen udržať si dôležitých pracovníkov, ale tiež vychovať nových odborníkov z radov perspektívnych zamestnancov, by mohlo byť poskytovanie školení vybraným z nich na náklady podniku resp. v pracovnej dobe spolu s poskytnutím perspektívy kariérneho rastu. Pre posilnenie istoty zotrvania takýchto pracovníkov by mohli byť tieto benefity previazané so záväzkom zotrvať v podniku určitú dobu, počas ktorej by následne ďalej mohla byť voči nemu pestovaná lojalita.

V prípade, že by teda bol každému zamestnancovi poskytnutý príspevok na ním vybrané podujatia v hodnote 200 eur za rok a boli by každoročne vybraní 5 dôležití príp. nádejní pracovníci, ktorým by bolo poskytnuté školenie v celkovej hodnote 1500 eur na osobu na rok, náklady by sa na základe odhadovaného počtu zamestnancov v prípade znižovania osobných nákladov podľa vyššie uvedeného návrhu pohybovali na úrovni 34 800 eur vrátane odvodov. Na druhej strane by však mohlo dôjsť k očakávanému zlepšeniu personálnej otázky v podniku, pričom v ďalšom období by sa mohol vyrovnávať pomer týchto benefitov vzhľadom na postupnú optimalizáciu v oblasti zamestnancov zvyšovaním produktivity práce.

4.2 Dlhodobý hmotný majetok a pohľadávky

Dlhodobý hmotný majetok

Ako už bolo zmienené, podnik v analyzovanom období prechádzal postupnou zmenou súvisiacou s prehodnocovaním aktivít podniku, čo si spoločne s rastom zákaziek čo do počtu a veľkosti v rokoch 2008 a 2009 vyžiadalo zmeny a hlavne rozšírenie dlhodobého majetku. To sa následne prejavilo jeho vykazovaným rastom v rámci aktiv podniku. Po nástupe krízy v roku 2009 a po ukončení v tej dobe plynúcich väčších zákaziek došlo v odvetví k útlmu, čo sa prejavilo aj na znížení tržieb, avšak podobne ako v prípade osobných nákladov možno badať, že nedošlo k adekvátnemu zníženiu dlhodobého majetku, ktorého časť sa síce nestala úplne nepotrebným, minimálne však prestala byť vzhľadom na obstarávaciu cenu a náklady s ním spojené efektívnou súčasťou podniku. Z hľadiska výkonnosti tento majetok okrem tvorby nákladov súvisiacich s jeho údržbou tiež zvyšuje operatívne aktíva, ktorých výška sa podieľa na nákladoch na kapitál.

Do uvedenej kategórie dlhodobého majetku by bolo možné na základe rôznych kritérií zaradiť viacero položiek. Z tých významnejších však do nej s určitosťou patrí semimobilná drviaca linka obstaraná ešte v roku 2008 na strednodobý účelový úver, ktorej využiteľnosť sa po nástupe krízy v odvetví v plnej sile a teda po začiatku útlmu podstatným spôsobom znížila. Následkom toho došlo aj k poklesu jej efektivity, čím sa stala pre podnik pomerne zaťažujúcou.

Pri vychádzaní z predpokladu, že v roku 2011 by podnik mohol dosahovať podobné výsledky ako v roku 2010, je teda možné podobne ako pri predchádzajúcom návrhu použiť čísla vykazované v tomto roku pre kalkuláciu. V roku 2010 bola účtovná hodnota semimobilnej linky 379 059 eur a vzhľadom na vyššie vykonanú analýzu a na problémy spojené s určením trhovej ceny dlhodobého majetku bude ďalej používaná práve jeho účtovná cena. V prípade súhlasu veriteľa s predajom majetku a za predpokladu, že by sa napriek ťažkostiam, ktoré na trhu panujú, podarilo spomenutú semimobilnú linku predat', pri celkovej výške dlhodobého majetku 4 117 631 eur by došlo k jeho zníženiu o necelých 10 %.¹⁵²

¹⁵² Pre zjednodušenie sa neuvažuje vplyv DPH.

Takýto pokles by za predpokladu, že by získané prostriedky boli použité na zníženie výšky bankových úverov, z ktorých bola linka financovaná, mal vplyv nielen na zníženie NOA, ale tiež na zvýšenie ROA v prípade EVA equity a rovnako tak by mal vplyv na výšku úročeného kapitálu a samotnú úrokovú mieru.

Krátkodobé pohľadávky z obchodného styku

Z uvedených výkazov je možné vyčítať strmý rast pohľadávok do roku 2009 a ich pokles až v roku 2010. Už bolo spomenuté, že tento značný rast bol podnietený okrem svetovej hospodárskej krízy aj postupnou obmenou činnosti podniku, resp. preferovaním iných aktivít po vstupe zahraničného investora do podniku.

Napriek týmto skutočnostiam si nemožno nevšimnúť podiel pohľadávok na celkových aktívach, ktorý okrem roku 2008 presahuje v celom období 50 %. Podnik má teda značné prostriedky viazané v obežnom majetku vyznačujúcim sa nízkou rentabilitou.

Pohľadávky	2007	2008	2009	2010
KP z obchodného styku (v €)	3 439 786	4 325 207	9 192 281	6 465 288
Podiel KP z obch. styku na aktív. (v %)	53,18	42,50	61,14	50,64

Tab. č. 30: Krátkodobé pohľadávky z obchodného styku a ich podiel na aktívach¹⁵³

Podnik sa snaží už v súčasnosti postupovať pri riadení pohľadávok proaktívne, teda snaží sa o ich riešenie ešte pred uplynutím ich doby splatnosti prostredníctvom kontroly jednotlivých lehôt, upomienok a priebežným urgovaním počas doby splatnosti. Využíva tiež možnosti zápočtov ak je to možné a splátkových kalendárov ak dlžník javí záujem o spoluprácu týmto spôsobom. V prípade, že nereaguje adekvátne na túto aktivitu podniku a vzniká riziko nesplatenia pohľadávok, ten pristupuje k súdnemu vymáhaniu. Napriek tomu vzhľadom na súčasnú situáciu v odvetví, ktorá okrem útlmu činnosti podnecujúceho druhotnú platobnú neschopnosť zahŕňa tiež relatívne vysokú dobu splatnosti pohľadávok a na charakter časti zákazníkov, majú pohľadávky každoročne vysoký podiel na aktívach podniku.

¹⁵³ Zdroj: vlastné spracovanie.

Jedným z riešení súčasnej situácie by mohol byť aktívnejší monitoring potenciálnych zákazníkov napríklad prostredníctvom rôznych zoznamov dlžníkov, ako je centrálny register dlžníkov či snahou o získanie priamych referencií. Napriek súčasnej situácii v stavebníctve, ktorá u podnikov znižuje vyjednávací vplyv voči odberateľom by bolo možné týmto spôsobom odfiltrovať minimálne tie ponuky, u ktorých riziko nesplatenia prevyšuje únosnú mieru a existuje vysoký predpoklad produkcie nedobytných pohľadávok. Rovnako tak by mal podnik zamedziť kumulácii pohľadávok u zákazníkov do neúmernej výšky zavedením určitých limitov obchodných úverov, ktoré by tomu zabráňovali.

Ďalším možným opatrením, ktoré by mohlo urýchliť inkaso pohľadávok je využívanie rozhodcovského konania namiesto ich vymáhania prostredníctvom súdneho konania. Predpokladom pre zaistenie tejto možnosti vynucovania inkasa pohľadávok je uzatvorenie rozhodcovskej doložky oboma stranami, pričom je možné ju uzatvoriť aj dodatočne po vzniku pohľadávky. Výsledkom takéhoto konania je nález rovný súdnemu rozhodnutiu, ktorý je exekučne vykonateľný. Výhoda riešenia pohľadávok prostredníctvom rozhodcovského konania oproti klasickému súdnemu spočíva okrem jeho rýchlosti aj v nižších nepriamych nákladoch vyplývajúcich práve z dĺžky súdnych sporov. Medzi ďalšie prednosti patrí tiež možná špecializácia rozhodcov, či rozhodovanie viacerých z nich, teda uplatnenie senátneho rozhodovania.

Čo sa týka poplatku za rozhodcovské konanie, bežná sadzba sa zvyčajne pohybuje v rozmedzí 4 – 5 % z hodnoty predmetu sporu, je však stanovená najnižšia možná výška, ktorá je rôzna a môže sa hýbať v intervale od pár desiatok eur až do výšky stoviek eur. Podobne môže byť stanovená maximálna výška, ktorá sa pohybuje zvyčajne v okolí 50 000 eur. Súčasťou môžu byť tiež ďalšie poplatky v závislosti napríklad na forme konania či počte účastníkov.

Náklady na rozhodcovské konanie v jednotlivých rokoch za predpokladu, že by sa podnik rozhodol riešiť prostredníctvom rozhodcovského konania všetky svoje pohľadávky po splatnosti v jednotlivých rokoch pri stanovenej sadzbe 4,5 %

a za predpokladu, že by sa všetky jednotlivé pohľadávky pohybovali v intervale najnižšej a najvyššej možnej výšky, zobrazuje tabuľka nižšie.

Položka v €	2007	2008	2009	2010
Náklady na rozhodcovské konanie	22 724	14 125	54 257	47 462

Tab. č. 31: Náklady na rozhodcovské konanie¹⁵⁴

4.3 Prevádzkové náklady

Ďalšie opatrenie, ktorého aplikácia by mohla výrazne prispieť k zníženiu nákladov podniku a tým aj k zvýšeniu jeho výkonnosti, je zavedenie prísneho sledovania prevádzkových nákladov súvisiacich s výrobnou resp. stavebnou činnosťou a následná redukcia tých, ktoré sú vyhodnotené ako prebytočné. Z trendu nákladov a ich pomeru v tržbách vidno, že podnik sa postupne prispôbil súčasnej situácii na stavebnom trhu a v roku 2010 už zamerlal svoju pozornosť na znižovanie nákladov. Z výsledkov analýzy ako aj z výkazov podniku však vyplýva, že je potrebné vyvinúť ďalšie úsilie tejto oblasti.

Podnik by teda mal identifikovať jednotlivé oblasti, v ktorých je optimalizácia nákladov žiaduca a zaviesť resp. zvýšiť dôraz na ich monitoring, pre získanie dostatočného prehľadu o ich tvorbe a miere možného zníženia vzhľadom na jeho možnosti.

Vhodným výberom a aplikáciou niektorých moderných metód znižovania nákladov by mohol prostredníctvom overených postupov optimalizovať náklady vo všetkých oblastiach podniku so zameraním na odstránenie plytvania a zefektívnenie jednotlivých podnikových procesov.

Medzi zmienené metódy, ktoré by mohol podnik použiť na zníženie nákladov súvisiacich so spomenutými nedostatkami, patria metódy six sigma a lean management. Kombináciou týchto metód by podnik mohol zvýšiť nielen efektivitu jednotlivých procesov, ale tiež organizačnú a eliminovať náklady, ktoré nevytvárajú adekvátnu pridanú hodnotu. Cieľovým aplikovaním týchto metód by teda nemuselo dôjsť iba

¹⁵⁴ Zdroj: vlastné spracovanie.

zlepšení hospodárenia podniku, ale k celkovému skvalitneniu jeho činnosti a ponúkaných služieb.

Okrem samotného škrtania nákladov by sa vzhľadom na dlhodobejší charakter krízy v odvetví mal podnik snažiť tiež o zavedenie celkovej kultúry úspory nákladov, ktorá by okrem riešenia súčasnej situácie mala preventívny charakter do budúcnosti.

Keďže na rozdiel od strany odberateľov na strane dodávateľov má podnik priestor na vyjednávanie, je tiež možné zaviesť prísnejšie kritéria pri ich výbere. To by mohlo opäť skvalitniť činnosť podniku, ale predovšetkým znížiť náklady na subdodávky, ktoré sa na celkových nákladoch podniku podieľajú majoritným spôsobom. Jedným zo spôsobov vyvinutia tlaku na dodávateľov by mohlo byť zavedenie výberových konaní, ktoré by v prípade vidiny ďalšieho zníženia ceny mohli byť aj viackolové a ktoré by v kombinácii s doterajšími skúsenosťami a získanými referenciami mohli pomôcť podniku optimalizovať pomer ceny a kvality dodávateľských služieb.

Ďalšou možnosťou by mohlo byť zavedenie elektronických aukcií, ktoré sú obdobou výberových konaní. Tie však na jednej strane síce umožňujú často výrazné zníženie cien, na strane druhej však chýba osobný kontakt a takáto cena môže byť často pre dodávateľa neúnosná.

4.4 Dopad opatrení na EVA

Vyššie uvedené opatrenia boli navrhnuté s cieľom zvýšiť výkonnosť podniku do tej miery, aby bol v blízkej budúcnosti schopný opäť tvoriť hodnotu pre vlastníkov. Časť z nich zároveň predstavuje systémové opatrenia, ktoré by mali pomôcť podniku nielen dosiahnuť kladnú EVA, ale ju aj naďalej udržať. Očakávané dopady niektorých opatrení boli tiež za určitých predpokladaných podmienok vyčíslené tak, aby bolo možné kvantifikovať zmenu EVA ich aplikáciou.

Aplikovaním prvých dvoch vyššie zmienených opatrení, teda znížením osobných nákladov vrátane opätovnej investície časti z nich a predajom dlhodobého majetku s následným znížením úverov by teda došlo k určitým zmenám.

EVA entity	2011
NOPAT (v €)	224 067
NOA (v €)	3 738 572
WACC (v %)	4,22%
EVA entity (v €)	66 472

Tab. č. 32: Dopad opatrení na EVA entity¹⁵⁵

Ako je možné vidieť z vyššie uvedenej tabuľky, zníženie osobných nákladov v uvedenej miere by znamenalo výrazné zvýšenie NOPAT až do kladných čísel. Došlo by síce k jeho zníženiu o daň, stále by však jeho hodnota presahovala všetky analyzované roky okrem prvého. Predajom dlhodobého majetku by došlo k určitému zníženiu NOA, nehovoriac o možnej úspore nákladov súvisiacich s ním. Ak by došlo tiež k využitiu nadobudnutých prostriedkov na splatenie úverov, znížili by sa WACC približne na hodnotu 4,22 %, čoho vplyvom by došlo k zníženiu celkových nákladov na kapitál. Tiež je možné vidieť, že zmenou hodnôt jednotlivých komponentov by sa významným spôsobom zmenila aj EVA entity, ktorá by sa dostala do kladných čísel a podnik by teda začal opäť produkovať hodnotu.

EVA equity	2011
ROE (v %)	44,7
r_e (v %)	28,87
Vlastný kapitál (v €)	325 405
EVA equity (v €)	51 520

Tab. č. 33: Dopad opatrení na EVA equity¹⁵⁶

Podobne o efekte zmien vypovedá aj EVA equity, pri ktorej by došlo podstatnému zvýšeniu ROE a to predovšetkým vplyvom finančnej páky, ktorej hodnota by ostala vysoká, avšak tým, že by sa ROA dostala do kladných čísel, jej efekt by bol tentoraz pozitívny. Došlo by tiež k zníženiu r_e vplyvom zníženia rizika podnikateľského na minimálnu hodnotu, čo by pri nezmenenej hodnote vlastného kapitálu znamenalo podobne ako v predchádzajúcom prípade posun EVA equity do hodnôt, pri ktorých dochádza k tvorbe hodnoty pre vlastníkov podniku.

¹⁵⁵ Zdroj: vlastné spracovanie.

¹⁵⁶ Zdroj: vlastné spracovanie.

Záver

Cieľom uvedenej diplomovej práce bolo predovšetkým získať prehľad o aktuálnej výkonnosti podniku, stanovenie príčin existujúceho stavu a navrhnutie opatrení, ktoré by vzniknuté problémy v rámci daných podmienok riešili.

Práca bola teda zameraná na posúdenie súčasnej výkonnosti z hľadiska tvorby hodnoty podniku pre jeho vlastníkov a to prostredníctvom metód EVA entity a EVA equity. Predmetom analýzy bol podnik ABC svk zaoberajúci sa stavebnou činnosťou, u ktorého bol vykonaný výpočet spomínaných ukazovateľov a ich dekompozícia a získané výsledky boli následne slovne a graficky interpretované.

Pred samotnou analýzou prostredníctvom ekonomickej pridanej hodnoty bola vykonaná SWOT analýza, ktorá načrtla súčasnú situáciu podniku a pri navrhovaných opatreniach bola braná na zreteľ. Na jej základe bolo práve navrhnuté opatrenie súvisiace s personálnymi problémami v podniku, ktoré by malo zlepšiť situáciu týkajúcu sa kľúčových pracovníkov a ich lojality voči podniku prostredníctvom zavedenia niektorých benefitov.

Po SWOT analýze už nasledovala samotná analýza výkonnosti pomocou EVA, ktorá odhalila, že podnik dosahuje v z hľadiska tvorby hodnoty od roku 2008 zlé výsledky a celkovo za sledované obdobie podnik stráca hodnotu. Okrem kladnej hodnoty EVA v roku 2007 bol pozitívne ohodnotený aj rast EVA v roku 2010 napriek tomu, že ostala v záporných číslach. Na základe získaných výsledkov boli následne navrhnuté opatrenia na riešenie situácie, s cieľom zvýšiť hodnotu EVA a zlepšiť celkový stav podniku.

V oblasti nákladov bolo navrhnuté šetrenie a komplexná racionalizácia so zámerom postupne optimalizovať náklady vzhľadom na súčasný stav v odvetví. U osobných sa odporúčanie týkalo zníženia počtu zamestnancov v súvislosti so zvyšovaním produktivity práce a naopak snahou o zníženie podielu osobných nákladov voči tržbám. V prípade prevádzkových nákladov sa opatrenia týkali predovšetkým zamerania sa na monitoring nákladov a prípadné využitie moderných metód znižovania nákladov s cieľom zaviesť do podniku kultúru nízkych nákladov, ktorá by mohla mať vplyv

nielen na výkonnosť podniku, ale v budúcnosti by mohla tiež pôsobiť ako preventívne opatrenie v prípade, že by sa opakovali nepriaznivé podmienky v odvetví. Súčasťou návrhu bolo tiež opatrenie týkajúce sa zníženie nákladov na subdodávky a to zavedením výberových konaní.

Posledná oblasť, ktorej sa opatrenia týkali, sú aktíva podniku a ich znižovanie. V prípade dlhodobého hmotného majetku bol navrhnutý predaj jeho časti, ktorá nedosahuje požadovanú efektivitu a zbytočne teda zaťažuje podnik. V oblasti pohľadávok by malo dôjsť k sprísneniu výberu partnerov a tiež k zlepšeniu v oblasti ich vymáhania, čomu by mohlo pomôcť zavedenie rozhodcovských konaní do praxe.

Na záver práce boli dopady niektorých z opatrení na EVA vyčíslené a ich aplikovaním by sa výkonnosť podniku zlepšila do tej miery, že by začal pre svojich vlastníkov produkovať hodnotu.

Na základe vykonanej analýzy a vypracovaných návrhov možno teda konštatovať, že podnik sa síce nenachádza v dobrom stave z analyzovaného hľadiska, existujú však v rôznych oblastiach možnosti na jej zlepšenie, či už aplikovaním vyššie uvedených návrhov, alebo zavedením iných opatrení, ktoré by danú situáciu mohli zlepšiť.

Zoznam skratiek

apod.	a podobne
atď.	a tak ďalej
BSC	Balanced Scorecard
C	celkový kapitál
CAPM	Capital Asset Pricing Model (model oceňovania kapitálových aktív)
CFROI	Cash Flow Return on Investment (rentabilita investície)
CP	cenný papier
EAT	Earnings after Taxes (výsledok hospodárenia po zdanení, čistý zisk)
EBIT	Earnings before Interests and Taxes (výsledok hospodárenia pred úrokmi a zdanením, zisk pred úrokmi a zdanením)
EVA	Economic Value Added (ekonomická pridaná hodnota)
KP	krátkodobé pohľadávky
LIFO	Last in First out
MPO ČR	Ministerstvo priemyslu a obchodu Českej republiky
MVA	Market Value Added (trhová pridaná hodnota)
napr.	napríklad
NOA	Net Operating Assets (čisté operatívne aktíva)
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes (čistý operatívny zisk po zdanení)
NOPBIT	Net Operating Profit before Interests and Taxes (čistý operatívny zisk pred úrokmi a zdanením)
NOPBT	Net Operating Profit before Taxes (čistý operatívny zisk pred zdanením)
NPV	Net Present Value (čistá súčasná hodnota)
ON	osobné náklady
príp.	prípadne
r_d	sadzba nákladov na cudzí kapitál
r_e	sadzba nákladov na vlastný kapitál
resp.	respektíve
ROA	Return on Assets (rentabilita aktív)
ROE	Return on Equity (rentabilita vlastného kapitálu)
SR	Slovenská republika
t	daňová sadzba

tzv.	takzvaný
VH	výsledok hospodárenia
VK	vlastný kapitál
VZS	výkaz zisku a straty
WACC	Weighted Average Cost of Capital (vážené priemerné náklady na kapitál)
€	EURO

Zoznam použitej literatúry

- 1) BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. vyd. Praha: Management Press, s.r.o., 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- 2) *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010*. [online]. 2011 [cit. 2012- 04-22]. Dostupné z: <download.mpo.cz/get/44436/50838/584404/priloha003.pdf>.
- 3) KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- 4) KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza – krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- 5) KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví, Díl I – Jak porozumět účetním výkazům*. 5. vyd. Praha: POLYGON, 1998. 241 s. ISBN 80-85967-73-1
- 6) KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví, Díl II - Finanční analýza účetních výkazů*. 2. vyd. Praha: POLYGON, 1995. 300 s. ISBN 80-85967-07-3.
- 7) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- 8) MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- 9) MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota* 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- 10) MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2006. 156 s. ISBN 80-247-1558-9.
- 11) *Majetok na finančný leasing*. [online]. [cit. 2012-04-26]. [podmienka registrácie]. Dostupné z: <<http://www.poradca.sk/SubPages/OtvorDokument/Clanok.aspx?idclanok=35599>>.
- 12) NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- 13) PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

- 14) PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2009. 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- 15) REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management*. Přednáška. Brno: VUT.
- 16) RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- 17) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: Finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, a. s., 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- 18) STAŇKOVÁ, M. *Možnosti využití principů hodnotového managementu k tvorbě systémů odměňování*. (Disertační práce) Brno: VUT, 2009. 143 s.
- 19) *Interest rate statistics*. [online]. 2012 [cit. 2012-02-05]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=SEARCHRESULTS&sk=IRS.M.BE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.DE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.IE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.GR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.ES.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.IT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.CY.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.LU.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.MT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.NL.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.AT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.PT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z> .
- 20) *Stavebná produkcia vykonaná vlastnými zamestnancami*. [online]. 2012 [cit. 2012-04-22]. [podmienka registrácie]. Dostupné z: http://www.statistics.sk/pls/elisw/casovy_Rad.procDlg.
- 21) ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.
- 22) VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

Zoznam príloh

Príloha č. 1: Súvaha a výkaz zisku a straty podniku ABC svk s.r.o.

Príloha č. 2: Dekompozícia ukazovateľov EVA entity a EVA equity

Príloha č. 1: Súvaha a výkaz zisku a straty podniku ABC svk s.r.o. (v €)

Označenie	Strana aktív	Číslo riadku	2007	2008	2009	2010
	Aktíva celkom	01	6 467 769	10 177 701	15 034 865	12 767 539
A.	Pohľadávky za upísané vlastné imanie	02	0	0	0	0
B.	Neobežný majetok	03	2 836 752	4 019 711	4 027 124	3 851 022
B.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	04	0	0	0	0
B.I. 1.	Zriaďovacie náklady	05	0	0	0	0
2.	Aktivované náklady na vývoj	06	0	0	0	0
3.	Softvér	07	0	0	0	0
4.	Oceniiteľné práva	08	0	0	0	0
5.	Goodwill	09	0	0	0	0
6.	Ostatný dlhodobý nehmotný majetok	10	0	0	0	0
7.	Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok	11	0	0	0	0
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok	12	0	0	0	0
B.II.	Dlhodobý hmotný majetok	13	2 836 752	4 019 711	4 027 124	3 851 022
B.II. 1.	Pozemky	14	2 111 133	2 111 133	2 111 133	2 111 133
2.	Stavby	15	0	32 850	33 202	98 322
3.	Samostatné hnuiteľné veci a súbory hnuiteľných vecí	16	723 461	1 863 334	1 868 558	1 641 567
4.	Pestovateľské celky trvalých porastov	17	0	0	0	0
5.	Základné stádo a ťažné zvieratá	18	0	0	0	0
6.	Ostatný dlhodobý hmotný majetok	19	0	0	0	0
7.	Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	20	2 158	0	1 837	0
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok	21	0	12 394	12 394	0
9.	Opravná položka k nadobudnutému majetku	22	0	0	0	0
B.III.	Dlhodobý finančný majetok	23	0	0	0	0
B.III. 1.	Podielové cenné papiere a podiely v ovládanej osobe	24	0	0	0	0

2.	Podielové cenné papiere a podiely v spoločnosti s podstatným vplyvom	25	0	0	0	0
3.	Ostatné dlhodobé cenné papiere a vklady	26	0	0	0	0
4.	Pôžičky účtovnej jednotke v konsolidovanom celku	27	0	0	0	0
5.	Ostatný dlhodobý finančný majetok	28	0	0	0	0
6.	Pôžičky s dobou splatnosti najviac jeden rok	29	0	0	0	0
7.	Obstarávaný dlhodobý finančný majetok	30	0	0	0	0
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý finančný majetok	31	0	0	0	0
C.	Obežný majetok	32	3 625 373	6 106 796	10 940 583	8 897 986
C.I.	Zásoby	33	26 356	1 155 180	593 219	1 007 136
C.I. 1.	Materiál	34	17 294	10 618	51 780	48 810
2.	Nedokončené výroba a polotovary	35	9 062	1 143 335	541 415	958 297
3.	Zákazková výroba s predpokladanou dobou ukončenia dlhšou ako jeden rok	36	0	0	0	0
4.	Výrobky	37	0	1 227	24	29
5.	Zvieratá	38	0	0	0	0
6.	Tovar	39	0	0	0	0
7.	Poskytnuté preddavky na zásoby	40	0	0	0	0
C.II.	Dlhodobé pohľadávky	41	36 281	102 784	926 615	331 785
C.II. 1.	Pohľadávky z obchodného styku	42	36 281	102 784	588 392	331 785
2.	Pohľadávky voči ovládanej osobe a ovládajúcej osobe	43	0	0	0	0
3.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku	44	0	0	0	0
4.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu	45	0	0	0	0
5.	Iné pohľadávky	46	0	0	0	0
6.	Odložená daňová pohľadávka	47	0	0	338 223	0
C.III.	Krátkodobé pohľadávky	48	3 448 749	4 832 756	9 283 864	6 529 408
C.III. 1.	Pohľadávky z obchodného styku	49	3 439 786	4 325 207	9 192 281	6 465 288
2.	Pohľadávky voči ovládanej osobe a ovládajúcej osobe	50	0	0	0	0
3.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku	51	0	0	0	0

4.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu	52	0	0	0	0
5.	Sociálne zabezpečenie	53	0	0	0	0
6.	Daňové pohľadávky	54	0	483 833	82 085	51 325
7.	Iné pohľadávky	55	8 962	23 716	9 498	12 795
C.IV.	Finančné účty	56	113 988	16 076	136 885	1 029 657
C.IV. 1.	Peniaze	57	1 759	8 193	19 724	24 161
2.	Účty v bankách	58	112 229	7 883	117 161	1 005 496
3.	Účty v bankách v bankách s dobou viazanosti dlhšou ako jeden rok	59	0	0	0	0
4.	Krátkodobý finančný majetok	60	0	0	0	0
5.	Obstarávaný krátkodobý finančný majetok	61	0	0	0	0
D.	Časové rozlíšenie	62	5 643	51 194	67 158	18 531
D.I. 1.	Náklady budúcich období	63	5 643	51 194	67 158	17 031
2.	Príjmy budúcich období	64	0	0	0	1 500

Označenie	Strana Pasív	Číslo riadku	2007	2008	2009	2010
	Pasíva celkom	65	6 467 769	10 177 701	15 034 865	12 767 539
A.	Vlastné imanie	66	3 212 275	2 210 212	576 894	325 405
A.I.	Základné imanie - súčet	67	2 117 772	2 117 772	2 117 773	2 117 773
A.I. 1.	Základné imanie	68	2 117 772	2 117 772	2 117 773	2 117 773
2.	Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely	69	0	0	0	0
3.	Zmena základného imania	70	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	71	0	0	0	2 500 000
A.II. 1.	Emisné ážio	72	0	0	0	0
2.	Ostatné kapitálové fondy	73	0	0	0	2 500 000
3.	Zákonný rezervný fond (nedeliteľný fond) z kapitálových vkladov	74	0	0	0	0
4.	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov	75	0	0	0	0

	5.	Oceňovacie rozdiely z kapitálových účastín	76	0	0	0	0
	6.	Oceňovacie rozdiely z preценenia pri splynutí a rozdelení	77	0	0	0	0
A.III.		Fondy zo zisku	78	332	77 894	78 505	0
A.III.	1.	Zákonný rezervný fond	79	332	77 894	78 505	0
	2.	Nedeliteľný fond	80	0	0	0	0
	3.	Štatutárne a ostatné fondy	81	0	0	0	0
A.IV.		Výsledok hospodárenia minulých rokov	82	0	2 330	13 935	-3 404 847
A.IV.	1.	Nerozdelený zisk minulých rokov	83	0	2 330	13 935	0
	2.	Nerozdelená strata minulých rokov	84	0	0	0	-3 404 847
A.V.		Výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia	85	1 094 171	12 216	-1 633 319	-887 521
B.		Záväzky	86	3 255 494	7 800 266	14 068 953	12 209 981
B.I.		Rezervy	87	63 268	764 561	1 237 372	1 022 409
B.I.	1.	Rezervy zákonné	88	0	0	995 285	551 353
	2.	Ostatné dlhodobé rezervy	89	0	0	89 096	471 056
	3.	Krátkodobé rezervy	90	63 268	764 561	152 991	0
B.II.		Dlhodobé záväzky	91	556 463	909 158	1 664 388	1 365 900
B.II.	1.	Dlhodobé záväzky z obchodného styku	92	210 317	415 875	1 218 737	1 227 794
	2.	Dlhodobé nevyfakturované dodávky	93	0	0	0	0
	3.	Dlhodobé záväzky voči ovládanej osobe a ovládajúcej osobe	94	0	0	0	0
	4.	Ostatné dlhodobé záväzky v rámci konsolidovaného celku	95	0	0	0	0
	5.	Dlhodobo prijaté preddavky	96	0	0	0	0
	6.	Dlhodobé zmenky na úhradu	97	0	0	0	0
	7.	Vydané dlhopisy	98	0	0	0	0
	8.	Záväzky zo sociálneho fondu	99	2 589	2 650	3 684	10 606
	9.	Ostatné dlhodobé záväzky	100	328 321	471 169	441 967	127 500
	10.	Odložený daňový záväzok	101	15 236	19 464	0	0
B.III.		Krátkodobé záväzky	102	2 635 763	5 276 331	5 711 826	7 179 355

B.III.	1.	Závazky z obchodného styku	103	2 333 499	5 055 325	5 125 485	6 748 377
	2.	Nevyfaktúrované dodávky	104	797	47 412	218 108	0
	3.	Závazky voči ovládanej osobe a ovládajúcej osobe	105	0	0	0	0
	4.	Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku	106	0	0	0	0
	5.	Závazky voči spoločníkom a združeniu	107	0	0	0	0
	6.	Závazky voči zamestnancom	108	57 094	1 414	152 312	118 022
	7.	Závazky zo sociálneho zabezpečenia	109	33 459	0	84 375	65 774
	8.	Daňové záväzky a dotácie	110	207 130	2 326	26 560	20 142
	9.	Ostatné záväzky	111	3 784	169 854	104 986	227 040
B.IV.		Bankové úvery a výpomoci	112	0	850 216	5 455 367	2 642 317
B.IV.	1.	Bankové úvery dlhodobé	113	0	642 760	350 654	204 600
	2.	Bežné bankové úvery	114	0	207 456	5 104 713	2 437 717
	3.	Krátkodobé finančné výpomoci	115	0	0	0	0
C.		Časové rozlíšenie	116	0	167 223	389 018	232 153
C.I.	1.	Výdavky budúcich období	117	0	0	1 206	648
	2.	Výnosy budúcich období	118	0	167 223	387 812	231 505

Označenie	Výkaz zisku a straty	Číslo riadku	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby z predaja tovaru	01	0	684 740	277 025	27 886
A.	Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	02	0	636 677	289 944	28 806
+	Obchodná marža	03	0	48 063	-12 919	-920
II.	Výroba	04	11 921 729	24 898 652	28 740 845	18 997 691
II.	1. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	05	11 912 667	23 760 322	29 341 299	18 578 134
	2. Zmena stavu vnútropodnikových zásob	06	9 062	1 138 330	-600 454	419 557
	3. Aktivácia	07	0	0	0	0
B	Výrobná spotreba	08	8 982 673	22 457 272	26 961 930	16 216 459

B.I.	1.	Spotreba materiálu a energie a ostatných neskladovateľných dodávok	09	654 252	992 181	1 791 202	793 973
B.II.	2.	Služby	10	8 328 421	21 465 091	25 170 728	15 422 486
+		Pridaná hodnota	11	2 939 056	2 489 443	1 765 996	2 780 312
C.		Osobné náklady	12	1 202 715	1 988 673	3 121 256	2 741 456
C.	1.	Mzdové náklady	13	880 270	1 458 837	2 309 261	2 012 152
C.	2.	Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva	14	20 846	15 091	0	0
C.	3.	Náklady na sociálne zabezpečenie	15	274 215	467 733	737 722	668 627
C.	4.	Sociálne náklady	16	27 385	47 012	74 273	60 677
D.		Dane a poplatky	17	17 095	60 361	39 092	45 297
E.		Odpisy dlhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	333 798	436 159	572 269	368 305
III.		Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	19	32 862	115 890	122 369	33 363
F.		Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a predaného materiálu	20	19 551	36 328	73 836	13 863
G.		Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k pohľadávkam	99	0	88	94 713	158 471
IV.		Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	21	67 915	117 912	539 478	669 009
H.		Ostatné náklady na hospodársku činnosť	22	94 138	57 642	282 881	420 338
V.		Prevod výnosov z hospodárskej činnosti	23	0	0	0	0
I.		Prevod nákladov na hospodársku činnosť	24	0	0	0	0
*		Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	25	1 372 535	143 994	-1 756 204	-265 046
VI.		Tržby z predaja cenných papierov a podielov	26	0	0	0	0
J.		Predané cenné papiere a podiely	27	0	0	0	0
VII.		Výnosy z dlhodobého finančného majetku	28	0	0	0	0
VII.	1.	Výnosy z cenných papierov a podielov v ovl. osobe a v spol. s podst. vplyvom	29	0	0	0	0
	2.	Výnosy z ostatných dlhodobých cenných papierov a podielov	30	0	0	0	0
	3.	Výnosy z ostatného dlhodobého finančného majetku	31	0	0	0	0
VIII.		Výnosy z krátkodobého finančného majetku	32	0	0	0	0
K.		Náklady na krátkodobý finančný majetok	33	0	0	0	0
IX.		Výnosy z precenenia cenných papierov a výnosy z derivátových operácií	34	0	0	0	0

L.	Náklady na precenenie cenných papierov a náklady na derivátové operácie	35	0	0	0	0
M.	Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k finančnému majetku	36	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	37	1 029	1 380	95	33
N.	Nákladové úroky	38	20 248	58 569	115 981	135 010
XI.	Kurzové zisky	39	498	48 140	5 167	66
O.	Kurzové straty	40	2 987	37 480	4 842	3 678
XII.	Ostatné výnosy z finančnej činnosti	41	0	0	0	0
P.	Ostatné náklady na finančnú činnosť	42	15 634	59 120	119 241	145 663
XIII.	Prevod finančných výnosov	43	0	0	0	0
R.	Prevod finančných nákladov	44	0	0	0	0
*	Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	45	-37 343	-105 649	-234 802	-284 252
S.	Daň z príjmov z bežnej činnosti	46	241 021	26 129	-357 687	338 223
S. 1.	-splatná	47	242 282	21 907	0	0
2.	-odložená	48	-1 261	4 222	-357 687	338 223
**	Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti	49	1 094 171	12 216	-1 633 319	-887 521
XIV.	Mimoriadne výnosy	50	0	0	0	0
T.	Mimoriadne náklady	51	0	0	0	0
U.	Daň z príjmov z mimoriadnej činnosti	52	0	0	0	0
U. 1.	-splatná	53	0	0	0	0
2.	-odložená	54	0	0	0	0
*	Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti	55	0	0	0	0
V.	Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom	56	0	0	0	0
***	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	57	1 094 171	12 216	-1 633 319	-887 521

Príloha č. 2: Dekompozícia ukazovateľov EVA entity a EVA equity

[illegible]

EVA	
2008	2009
-608 517	-2 307 712
Diferencia	
-1 699 194	279,24%

NOPAT	
2008	2009
14 055	-1 923 558
Diferencia	
-1 937 613	-13785,82%

C.WACC	
2008	2009
622 572	384 154
Diferencia	
-238 419	-38,30%

NOPBIT	
2008	2009
17 352	-1 923 558
Diferencia	
-1 940 910	-11185,51%

Daň	
2008	2009
3 297	0
Diferencia	
-3 297	0,00%

C	
2008	2009
4 296 158	7 709 763
Diferencia	
3 413 605	79,46%

WACC	
2008	2009
14,49%	4,98%
Diferencia	
-9,51%	-65,62%

NOPBT	
2008	2009
-41 217	-2 039 539
Diferencia	
-1 998 322	4848,30%

NÚ	
2008	2009
58 569	115 981
Diferencia	
57 412	98,02%

SA	
2007	2008
4 019 711	4 027 124
Diferencia	
7 413	0,18%

ČPK	
2007	2008
276 447	3 682 639
Diferencia	
3 406 192	1232,13%

NNVK	
2008	2009
12,34%	2,61%
Diferencia	
-9,73%	-78,83%

NNCK	
2008	2009
2,15%	2,37%
Diferencia	
0,22%	10,17%

[illegible]

EVA	
2007	2008
562 907	-617 810
Diferencia	
-1 180 717	-209,75%

ROE - r_e	
2007	2008
17,52%	-27,95%
Diferencia	
-45,48%	-259,51%

Vlastný kapitál	
2007	2008
3 212 275	2 210 212
Diferencia	
-1 002 063	-31,19%

ROE	
2007	2008
33,67%	1,41%
Diferencia	
-32,26%	-95,83%

r_e	
2007	2008
16,14%	29,36%
Diferencia	
13,21%	81,85%

Daňové bremeno	
2007	2008
81,00%	81,00%
Diferencia	
0,00%	0,00%

ROA	
2007	2008
20,96%	0,95%
Diferencia	
-20,00%	-95,46%

Zložená finančná páka	
2007	2008
198,34%	182,20%
Diferencia	
-16,14%	-8,14%

$r_{FinStru}$	
2007	2008
1,03%	9,64%
Diferencia	
8,61%	

r_r	
2007	2008
4,49%	4,72%
Diferencia	
0,23%	5,20%

$r_{FinStab}$	
2007	2008
5,62%	8,54%
Diferencia	
2,92%	51,99%

r_{Pod}	
2007	2008
0,00%	1,45%
Diferencia	
1,45%	

r_{LA}	
2007	2008
5,00%	5,00%
Diferencia	
0,00%	0,00%

EVA	
2008	2009
-617 810	-2 219 188
Diferencia	
-1 601 378	259,20%

ROE - r_e	
2008	2009
-27,95%	-384,68%
Diferencia	
-356,73%	1276,19%

Vlastný kapitál	
2008	2009
2 210 212	576 894
Diferencia	
-1 633 318	-73,90%

ROE	
2008	2009
1,41%	-345,13%
Diferencia	
-346,53%	-24659,34%

r_e	
2008	2009
29,36%	39,55%
Diferencia	
10,20%	34,73%

Daňové bremeno	
2008	2009
81,00%	100,00%
Diferencia	
19,00%	23,46%

ROA	
2008	2009
0,95%	-12,47%
Diferencia	
-13,42%	-1409,70%

Zložená finančná páka	
2008	2009
182,20%	2767,38%
Diferencia	
2585,19%	1418,91%

$r_{FinStru}$	
2008	2009
9,64%	10,00%
Diferencia	
0,36%	3,72%

r_f	
2008	2009
4,72%	4,71%
Diferencia	
-0,02%	-0,37%

$r_{FinStab}$	
2008	2009
8,54%	9,85%
Diferencia	
1,31%	15,28%

r_{Pod}	
2008	2009
1,45%	10,00%
Diferencia	
8,55%	

r_{LA}	
2008	2009
5,00%	4,76%
Diferencia	
-0,24%	-4,85%

EVA	
2009	2010
-2 219 188	-675 788
Diferencia	
1 543 399	-69,55%

ROE - r_e	
2009	2010
-384,68%	-207,68%
Diferencia	
177,00%	-46,01%

Vlastný kapitál	
2009	2010
576 894	325 405
Diferencia	
-251 489	-43,59%

ROE	
2009	2010
-345,13%	-168,80%
Diferencia	
176,32%	-51,09%

r_e	
2009	2010
39,55%	38,87%
Diferencia	
-0,68%	-1,72%

Daňové bremeno	
2009	2010
100,00%	100,00%
Diferencia	
0,00%	0,00%

ROA	
2009	2010
-12,47%	-3,24%
Diferencia	
9,23%	-73,98%

Zložená finančná páka	
2009	2010
2767,38%	5202,22%
Diferencia	
2434,84%	87,98%

$r_{FinStru}$	
2009	2010
10,00%	10,00%
Diferencia	
0,00%	0,00%

r_f	
2009	2010
4,71%	3,87%
Diferencia	
-0,83%	-17,73%

$r_{FinStab}$	
2009	2010
9,85%	10,00%
Diferencia	
0,15%	1,55%

r_{Pod}	
2009	2010
10,00%	10,00%
Diferencia	
0,00%	0,00%

r_{LA}	
2009	2010
4,76%	5,00%
Diferencia	
0,24%	5,09%